

L'analisi della comunicazione finanziaria via web non si risolve solo nello studio del comportamento delle società emittenti. Nel complessivo processo di comunicazione ai mercati tramite Internet intervengono altri soggetti il cui esame si rende necessario per comprendere l'efficacia complessiva di questo canale informativo: partner specialisti quali gli auditor e i fornitori specializzati in servizi di online investor relations, siti di informazione finanziaria, forum online, fruitori dell'informazione via Internet come gli investitori retail e gli utenti professionali (analisti finanziari e investitori istituzionali). Il presente volume, frutto di una ricerca cofinanziata dal MIUR, affronta quindi il ruolo di questi attori del processo, anche con ricorso ad analisi empiriche centrate sul caso italiano. Una parte specifica del volume è poi dedicata all'esame del grado con il quale nei corporate web sites sono sfruttate le potenzialità tecnologiche oggi permesse, tra le quali spicca quella del linguaggio XBRL.

365.356

A. Quagli, C. Teodori
(a cura di)

**I SITI WEB E LA COMUNICAZIONE
AI MERCATI FINANZIARI**
Gli strumenti e gli intermediari



I SITI WEB E LA COMUNICAZIONE AI MERCATI FINANZIARI

**Gli strumenti
e gli intermediari**

**a cura di
Alberto Quagli
Claudio Teodori**

FrancoAngeli

**I SITI WEB
E LA COMUNICAZIONE
AI MERCATI FINANZIARI**

**Gli strumenti
e gli intermediari**

**a cura di
Alberto Quagli
Claudio Teodori**

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo a: "FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano"

FrancoAngeli

Indice

Presentazione	V
Gli autori	XI

PARTE PRIMA - GLI STRUMENTI

1. Informativa finanziaria via Internet e strumenti informatici: potenziamento, allargamento e approfondimento della comunicazione (R.P. Dameri)

1.1 Il valore dell'informazione: tempo, luogo, forma.....	3
1.2 Internet e il valore delle informazioni finanziarie.....	5
1.3 L'informatica a supporto della politica di comunicazione finanziaria via web.....	7
1.4 Accessibilità, navigabilità, supporto tecnico	10
1.4.1 Accessibilità ai dati.....	11
1.4.2 Navigabilità dei dati	16
1.4.3 Supporto tecnico.....	20
1.5 Estetica e multimedialità delle pagine web rivolte alla comunicazione finanziaria	21
1.5.1 Estetica della sezione <i>investor relations</i>	22
1.5.2 L'uso della multimedialità.....	24
1.6 La gestione dei contenuti	27
1.6.1 La scelta dei contenuti della sezione <i>investor relations</i>	27
1.6.2 L'ipertestualità della sezione <i>investor relations</i>	30
1.7 Elaborazione e personalizzazione	33
1.7.1 Dinamicità ed elaborazione dei dati	34
1.7.2 Personalizzazione dell'informativa	36
1.7.3 Interattività	38
1.8 Sicurezza e privacy	39
1.8.1 La sicurezza informatica dei dati e del sito Internet.....	41
1.8.2 Il rispetto della privacy dei soggetti che accedono alle informazioni	44
1.9 L'evoluzione delle <i>investor relations</i> : la Business intelligence esterna	46

2. Le potenzialità dell'eXtensible Business Reporting Language (Xbrl) nella comunicazione finanziaria (P. Ramassa)

2.1 I formati elettronici più diffusi per la comunicazione economico-finanziaria	51
2.2 L'Xml e l'Xbrl: aspetti tecnici.....	55

Copyright © 2005 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Ristampa							Anno						
0	1 ^a	2 ^a	3 ^a	4 ^a	5 ^a	6 ^a	7 ^a	2005	2006	2007	2008	2009	2010

È vietata la riproduzione, anche parziale o ad uso interno o didattico, con qualsiasi mezzo effettuata, compresa la fotocopia, non autorizzata. Per legge la fotocopia è lecita solo per uso personale purché non danneggi l'autore. Ogni fotocopia che eviti l'acquisto di un libro è illecita ed è punita con una sanzione penale (art. 171 legge n. 633/41). Chi fotocopia un libro, chi mette a disposizione i mezzi per fotocopiare, chi comunque favorisce questa pratica commette un furto e opera ai danni della cultura.
Stampa: Tipommonza, via Merano 18, Milano.

2.3 I vantaggi dell'Xbrl per i soggetti coinvolti nella comunicazione economico-finanziaria	60
2.4 I limiti dell'Xbrl e le perplessità sulla sua affermazione	65
2.5 I software e gli strumenti informatici che supportano l'Xbrl.....	68
2.6 Le attuali applicazioni dell'Xbrl e i suoi possibili impieghi futuri	72
2.7 La tassonomia Primary Financial Statements: aspetti generali.....	82
2.8 La tassonomia Primary Financial Statements: aspetti tecnici.....	86
2.9 Il quadro sistematico per la preparazione di documenti finanziari conformi ai principi contabili internazionali.....	90

PARTE SECONDA - GLI INTERMEDIARI

3. La fornitura di servizi per le <i>online investor relations</i> (A. Quagli)	
3.1 Le condizioni per lo sviluppo dei servizi per le <i>online investor relations</i> e le tipologie di fornitori.....	105
3.2 Le caratteristiche dei servizi offerti	108
3.2.1 Il modello di analisi utilizzato	108
3.2.2. Gli specifici servizi per le <i>online IR</i>	113
3.3 Alcune considerazioni di sintesi	134
3.3.1. Processi di concentrazione e specializzazione nella consulenza di <i>online IR</i>	134
3.3.2 Uno sguardo al futuro: le fonti innovative nelle <i>online IR</i>	138
4. Affidabilità del <i>corporate web reporting</i> e attività di <i>auditing</i> (A. Quagli)	
4.1 I profili di affidabilità del <i>corporate web reporting</i>	139
4.2 La strutturazione del sito per il potenziamento dell'affidabilità informativa.....	140
4.3 L'attività di internal auditing collegata al Cwr	144
4.3.1 Definizione delle responsabilità	144
4.3.2 Le attività di controllo	145
4.4 L' <i>external auditing</i> e il <i>corporate web reporting</i>	149
4.4.1 L'ambito dell'intervento del revisore esterno e le normative esistenti.....	149
4.4.2 Revisione esterna e Cwr: un rapporto complesso.....	153
4.5 Un auspicio finale	154

5. I siti di informazione finanziaria sulle società quotate: il caso italiano (A. Sinesi)	
5.1 Le caratteristiche dei siti di informazione finanziaria.....	157
5.1.1 La definizione dei "siti di informazione finanziaria"	157
5.1.2 Criteri di segmentazione dei siti di informazione finanziaria.....	158
5.2 Il quadro normativo di riferimento	161
5.3 L'analisi empirica	166
5.3.1 Il campione indagato	166
5.3.2 Risultati dell'analisi.....	168
5.4 Osservazioni di sintesi	183
6. Gli investitori <i>retail</i> e la comunicazione finanziaria via Internet: il ruolo dei forum (P. Ramassa, M. Romano)	
6.1 Internet e gli investitori <i>retail</i>	185
6.1.1 L'evoluzione di Internet	185
6.1.2 Il fenomeno dell' <i>e-trading</i>	186
6.1.3 Il <i>day trading</i> in Italia: i limiti allo sviluppo	188
6.1.4 Il supporto informativo per le decisioni di investimento dei risparmiatori in Italia	189
6.1.5 Il canale Internet quale fonte informativa per le decisioni di investimento: uno sguardo d'insieme.....	191
6.2 I forum finanziari	192
6.2.1 L'affidabilità e la sicurezza dei siti forum finanziari: problematiche e quadro normativo.....	195
6.3 I siti di <i>trading</i>	198
6.4 I siti organizzati	202
6.4.1 Le funzionalità presenti	202
6.4.2 Gli strumenti utilizzati per le scelte d'investimento dagli utenti dei forum	206
6.5 I siti liberi.....	210
6.6 I forum e l'informativa sulle singole società	213
6.7 Considerazioni conclusive	214
7. Le banche, gli analisti finanziari e la comunicazione finanziaria via Internet: una verifica empirica (P. Riva)	
7.1 Obiettivi e metodo di ricerca	219
7.2 I campioni selezionati	219
7.3 Analisi dei risultati ottenuti.....	226
7.4 Osservazioni di sintesi	256

PRESENTAZIONE

L'importanza della comunicazione economico-finanziaria sta aumentando sensibilmente anche in Italia, in conseguenza dell'accresciuto peso rivestito dai mercati mobiliari come canali di finanziamento e della ormai avvenuta globalizzazione dei mercati dei capitali. Nell'ambito di questo processo evolutivo, oltre ad un generalizzato ripensamento sull'informativa societaria in senso stretto o tradizionale, che in più occasioni ha denotato preoccupanti segnali di debolezza, si assiste a due sostanziali modificazioni relative:

- ✓ da una parte al contenuto dell'informativa destinata ai mercati finanziari;
- ✓ dall'altra agli strumenti utilizzati per la gestione dei rapporti con i destinatari della comunicazione.

In merito al contenuto, si chiede alle imprese un sostanziale cambiamento dei modelli comunicativi utilizzati, all'interno dei quali deve essere assegnata maggiore enfasi alle informazioni di specie volontaria, attraverso il superamento degli angusti confini delineati dalla *mandatory disclosure* per estendere il flusso conoscitivo alla dimensione strategica, al business model, all'ambiente competitivo, ai fattori critici di ciascun settore di attività, alle scelte di *corporate governance*, alle tematiche – in Italia ancora poco sviluppate – del bilancio sociale e del bilancio ambientale. In sostanza si tratta far percepire all'esterno dell'impresa le leve alla base del processo di creazione e mantenimento del valore, integrando le “tradizionali” informazioni monetarie con altre tipologie: nel medio termine le imprese tenderanno, infatti, ad “appiattirsi” con riferimento all'informativa obbligatoria mentre potranno fare leva, in termini di strategia comunicativa, sulla *voluntary disclosure*, articolata in modo da influenzare il processo decisionale dei destinatari ed ottenere il consenso degli *stakeholder*. Ciò presuppone una rinnovata spinta verso la trasparenza ed un recupero del grado di fiducia da parte dell'ambiente economico.

Tra i vari limiti generalmente attribuiti alle informazioni societarie obbligatorie e periodiche, vi sono il loro riferimento al passato e la non soddisfa-

cente continuità nel flusso comunicativo. A questo proposito un ruolo propulsivo può essere assunto da Internet, che a pieno titolo si pone come lo strumento che può veramente incidere in misura profonda sui processi di comunicazione, intervenendo in modo diretto sui costi, sui tempi e sulle modalità tecniche di fruizione delle informazioni.

Il lavoro, derivante da un programma di ricerca cofinanziato dal Ministero dell'Istruzione, dell'Università e della Ricerca (MIUR) dal titolo "*Il ruolo di Internet nella comunicazione economico-finanziaria e nei rapporti con gli investitori*", si incentra sulle modificazioni in atto brevemente descritte e, in particolare, sulla comunicazione attraverso i siti *web*, la quale presenta elevate potenzialità che non sempre vengono adeguatamente sfruttate e totalmente accettate dagli utenti, anche a causa dell'assenza di consolidati e condivisi principi di comportamento e di controllo.

L'obiettivo del lavoro è delineare un quadro di riferimento complessivo, trattando molteplici tematiche tra loro collegate, alcune già sviluppate in passato, altre affrontate con approcci differenti da quelli fino ad ora utilizzati, altre non ancora investigate in modo sistematico. In particolare esistono studi comparativi a livello internazionale ma l'Italia non è rappresentata; modesta attenzione è stata attribuita ai destinatari, al fine di comprendere qual è il ruolo che essi assegnano ad Internet e quali sono i fabbisogni informativi soddisfatti tramite il sito *web*; normalmente i soggetti indagati sono le sole società quotate; modesti o assenti risultano gli studi sui principi di presentazione comparati e di auditing che, nell'ambito del lavoro, sono stati invece indagati.

La ricerca si colloca in questo contesto:

- a) cercando di definire un quadro complessivo della comunicazione economico-finanziaria attraverso Internet nel contesto italiano ed attraverso confronti internazionali;
- b) integrando l'offerta informativa con la domanda;
- c) estendendo la tipologia dei soggetti indagati, per comprendervi non solo le imprese quotate ma anche le non quotate di grandi dimensioni, le imprese quotande, le imprese sottoposte a *delisting*, le piccole e medie imprese; i fornitori di servizi per le *online investor relations*; gli intermediari informativi; gli analisti finanziari;
- d) individuando alcuni modelli interpretativi sulle scelte di comunicazione via *web* e sullo sfruttamento delle potenzialità offerte dallo strumento, con il supporto di tecniche statistiche attraverso le quali ricercare correlazioni tra sistema informativo disponibile all'esterno e variabili esplicative della situazione emergente;
- e) affrontando in modo originale tematiche quali la *corporate governance*;
- f) esaminando le forme di regolamentazione italiane ed internazionali;

g) attribuendo rilevanza specifica ad alcuni elementi peculiari quali la navigabilità dei siti ed i linguaggi specifici per la comunicazione finanziaria (Xbrl).

Obiettivo complessivo della ricerca è quindi esaminare il grado di diffusione delle informazioni economiche tramite i siti *web*, i processi evolutivi, l'efficacia della comunicazione: ciò presuppone, oltre ad un approfondito esame dell'offerta, di porre l'attenzione anche sui principali soggetti destinatari della *me-desima*, al fine di verificare il loro grado di soddisfacimento e di interesse verso lo strumento indagato. Tra l'offerta di informazioni economiche e gli utilizzatori si pongono gli intermediari informativi: anche di tali soggetti la ricerca ha indagato la proposta informativa fornita, il grado di affidabilità delle informazioni, i codici di comportamento seguiti. Altro aspetto fondamentale riguarda la dimensione tecnologica, per quanto evidentemente attiene alla sua integrazione con la comunicazione economica.

I risultati della ricerca sono stati organizzati in due parti, anche alla luce delle difformi ma complementari tematiche riconducibili alla comunicazione economica via *web*:

- ✓ la prima parte (pubblicata sul volume *I siti web e la comunicazione ai mercati finanziari. Il comportamento delle società*) è dedicata, dopo l'esame dei criteri di regolamentazione attualmente esistenti, all'offerta informativa delle differenti tipologie di imprese – anche se lo spazio maggiore è riservato alle società quotate – attraverso il ricorso a molteplici variabili esplicative organizzate in dimensioni informative chiave, quali il contenuto e la forma. Inoltre, spazio è riservato all'approfondimento della *corporate governance* (via *web*), tema critico in generale ma di particolare rilievo per le imprese quotate;
- ✓ la seconda parte (contenuta nel presente volume) affronta, invece, tematiche relative agli strumenti e ai soggetti che intervengono nella comunicazione economico-finanziaria, aspetti che fino ad oggi non hanno avuto una significativa diffusione ma che nell'ambito del tema trattato assumono rilevanza precipua.

Alla ricerca complessiva hanno partecipato le Università di Brescia, Genova, Pisa ed Urbino: desideriamo ringraziare per il lavoro svolto, per l'impegno profuso e per i risultati raggiunti, i Coordinatori delle singole unità locali e tutti i Ricercatori che hanno contribuito con vivo interesse al progetto.

Questo volume, frutto in particolare del lavoro dell'unità operativa locale di Genova, analizza in primo luogo gli "strumenti", attraverso un esame critico del grado di sfruttamento da parte dei siti *corporate web site* delle possibilità offerte dalla tecnologia oggi disponibile, per poi compiere un'attenta valu-

tazione del nuovo linguaggio di programmazione dato dall'Xbrl, una declinazione del linguaggio Xml particolarmente adatta alla comunicazione di dati economico-finanziari su Internet.

Sono quindi affrontati temi riguardanti i "soggetti", comprendendo con tale espressione gli attori del processo di comunicazione finanziaria via Internet diversi dalle società emittenti.

In questo senso abbiamo considerato nell'analisi anzitutto soggetti che contribuiscono alla produzione dell'informazione su Internet, inquadrabili come partner delle società emittenti, quali gli *auditor* e i fornitori di servizi per le *online investor relations*.

Gli *auditor* intervengono nel processo per conferire maggiore credibilità alle informazioni trasmesse e l'analisi compiuta, con una prospettiva molto ampia, mette in risalto le varie problematiche connesse alla questione dell'affidabilità.

I fornitori di servizi per le *online investor relations* rappresentano nella pratica un fenomeno molto rilevante nel *corporate web reporting* ma che non ha finora ricevuto la necessaria attenzione. Nel contributo presente in questo volume si descrivono le aree di potenziale intervento di tali soggetti, che sono in grado di coprire tutti le fase del processo di produzione dell'informazione fino a giungere ad un completo *outsourcing*, le loro logiche di business, l'evoluzione dell'approccio (dalla logica *pull* alla logica *push*, con un maggior impulso conferito alla fase di distribuzione dell'informazione), le potenzialità e i limiti del ricorso a tali fornitori.

Successivamente si considera il fenomeno dei siti di informazione finanziaria diversi da quelli *corporate*, per cercare di capire in quale misura rappresentano un canale informativo per gli utenti alternativo al sito societario oppure collegato ad esso.

Infine si analizza il comportamento degli utenti in relazione all'informazione finanziaria via Internet. Sono perciò considerati i due principali gruppi di utenti: gli *investitori retail*, per una cui analisi empirica sono stati scelti i partecipanti ai forum *online* di discussione su tematiche legati ad investimenti mobiliari e *gli utenti professionali*, rappresentati principalmente da analisti finanziari e investitori istituzionali. Per ciascuno di questi due gruppi si è cercato di definire le modalità di utilizzo dell'informazione via Internet e di fruizione dei contenuti presenti nei *corporate web site*.

Dalle diverse analisi emerge un quadro interessante che amplia l'angolo visuale dalla semplice analisi dei contenuti dei siti delle società emittenti e comprende l'intero processo di comunicazione finanziaria via Internet, dimostrando una complessità ben maggiore di quanto comunemente creduto.

I curatori
Alberto Quagli – Claudio Teodori
Università di Genova - DITEA
Novembre 2004

GLI AUTORI

Alberto QUAGLI, Phd, professore straordinario, cattedra di Ragioneria Generale, e docente di Comunicazione Finanziaria, Università di Genova, DITEA, autore dei capitoli 3 e 4

Paola DAMERI, ricercatrice, docente di Economia Aziendale, Università di Genova, DITEA, autore del capitolo 1

Paola RAMASSA, dottoranda in “Determinazione e comunicazione del valore nelle aziende”, Università di Genova, DITEA, autore del capitolo 2 e dei paragrafi 6.1, 6.6 e 6.7.

Patrizia RIVA, Phd, professore a contratto di Ragioneria ed Economia Aziendale, Università del Piemonte Orientale, e assegnista di ricerca presso l'Università Bocconi, autore del capitolo 7

Mara ROMANO, borsista, Università di Genova, DITEA, autore dei paragrafi 6.2, 6.3, 6.4, 6.5.

Alberto SINESI, borsista, Università di Genova, DITEA, autore del capitolo 5

7. LE BANCHE, GLI ANALISTI FINANZIARI E LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA VIA INTERNET: UNA VERIFICA EMPIRICA

Patrizia Riva

7.1 Obiettivi e metodo di ricerca

In questo capitolo sono presentati i risultati di una ricerca svolta nel 2004, mirante a comprendere quale sia l'atteggiamento di due specifiche categorie di soggetti istituzionali – le banche e gli analisti finanziari - nei confronti della comunicazione finanziaria *online*. Più in particolare scopo dell'analisi è comprendere se l'offerta di informazioni disponibile tramite Internet sia giudicata sufficiente da questi interlocutori e, in caso positivo, in quale misura essa sia ritenuta utile e affidabile per il soddisfacimento dei loro fabbisogni informativi.

La ricerca è basata su un'inchiesta mediante questionario. L'utilizzo di questa modalità si giustifica in quanto si è scelto di svolgere una analisi di tipo percettivo, ossia ci si è proposti di comprendere quali siano i comportamenti più diffusi tra gli operatori, prescindendo da misurazioni oggettive dei medesimi e basandosi invece sulla rilevazione delle impressioni esplicitamente e liberamente espresse. Come noto, l'analisi mediante questionario, infatti, non conduce a dei risultati oggettivi, ma permette di comprendere quale sia l'atteggiamento dei soggetti nei confronti della problematica sottoposta alla loro attenzione. Le risposte dei compilatori dipendono dalla loro percezione del problema e sono pertanto il risultato sia dell'effettiva sperimentazione, sia dei valori di cui questi soggetti sono portatori, sia della memoria di fatti passati.

7.2 I campioni selezionati

L'indagine è stata svolta in Italia nel periodo maggio-agosto 2004 con riferimento a due campioni distinti di soggetti.

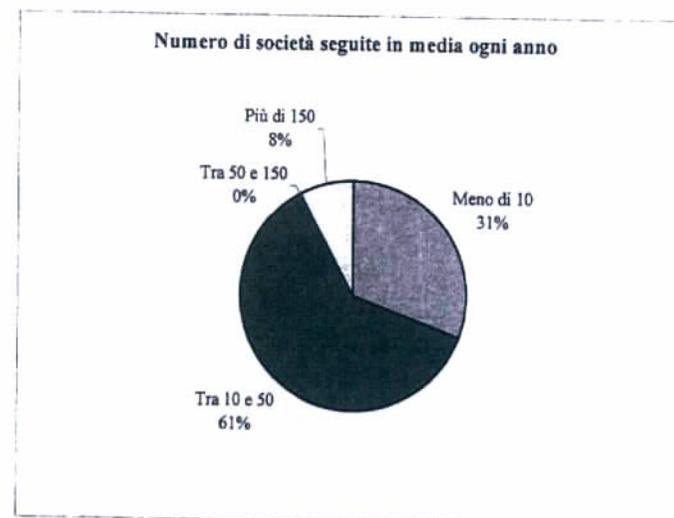
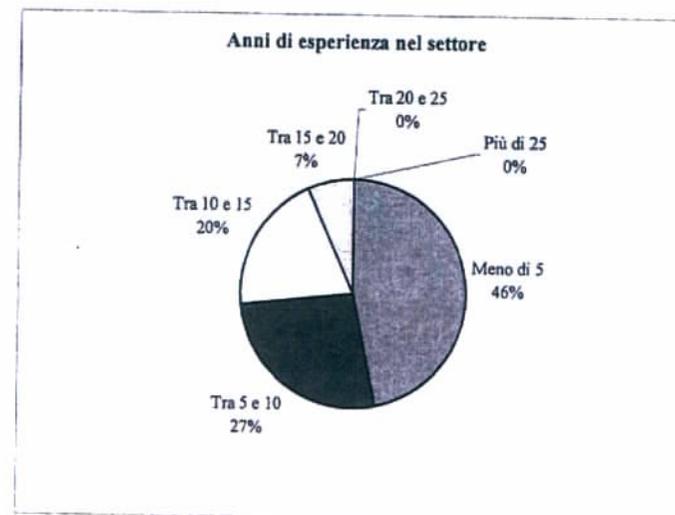
In primo luogo l'inchiesta ha coinvolto gli istituti di credito: il questionario è stato inviato alle prime venti banche italiane, in particolare rivolgendosi alla direzione centrale. Per selezionare il campione si è considerata la classificazione delle principali banche italiane resa disponibile dal sito *web* Mediobanca nel maggio 2004 e redatta sulla base dei dati di bilancio 2002 e 2001. La scelta di rivolgersi solo ai più importanti istituti di credito si giustifica in quanto i comportamenti assunti dagli stessi sono considerati evocativi di quelli mediamente tenuti dai soggetti operanti nel settore. Questa particolare categoria di operatori è talvolta portatrice di una cultura relativamente tradizionalista, e, contemporaneamente, rappresenta un gruppo di *stakeholder* che necessita di flussi informativi regolari ed affidabili dalle aziende. È pertanto di sicuro interesse cercare di comprendere quanto questi operatori utilizzino Internet per ottenere i dati ricercati, quali siano le modalità di utilizzo del mezzo informatico cui essi ricorrono più frequentemente e quale sia l'utilità globalmente percepita di questo nuovo e differente canale informativo.

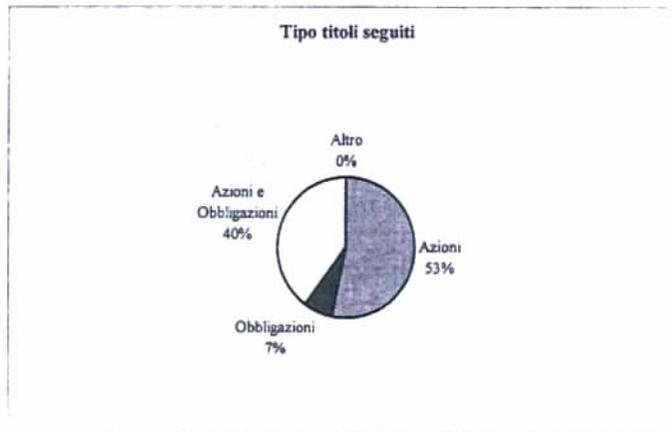
Figura 1 – Gli istituti di credito selezionati

1	Banca Intesa	11	Banca Popolare di Lodi
2	San Paolo IMI	12	Banca Lombarda
3	Unicredit Italiano	13	Banca Popolare di Milano
4	Capitalia	14	Mediobanca
5	Banca Monte dei Paschi di Siena	15	Banca Popolare Commercio e Industria
6	Banca Nazionale del Lavoro	16	Credito Emiliano Holding
7	Banca Antonveneta	17	Cassa di Risparmio di Firenze
8	Banca Popolare di Verona e di Novara	18	Banca Carige – Cassa di Risparmio di Genova e Imperia
9	Banca Popolare di Bergamo-Credito Varesino	19	Deutsche Bank
10	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	20	Dexia Crediop

Il tasso di risposta ottenuto è stato pari al 75% (15 questionari compilati sui 20 inviati). Nella figura 2 è presentata la composizione dei rappresentanti degli istituti di credito che hanno compilato il questionario sulla base dei dati dai medesimi forniti.

Figura 2 - Banche: caratteristiche anagrafiche dei rispondenti





L'inchiesta ha poi coinvolto circa il 60% dell'intera popolazione degli analisti finanziari risultanti iscritti all'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (Aiaf)¹ alla data di riferimento e quindi all'inizio del mese di maggio 2004. Anche in questo caso, per individuare il campione di riferimento, sono stati utilizzati i dati resi disponibili in rete. In particolare è stata consultato l'"Elenco dei soci" reso disponibile dalla stessa associazione sul sito *web*

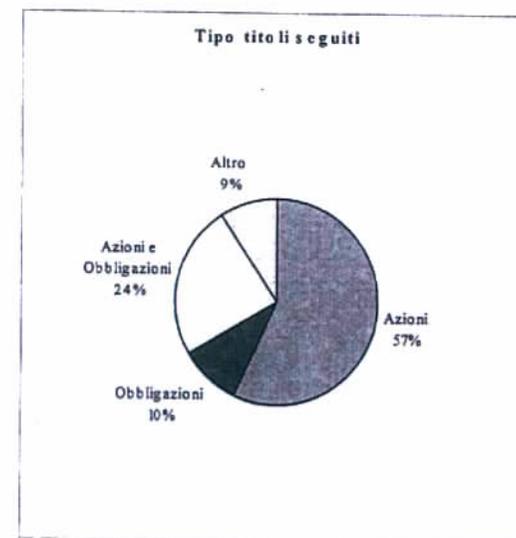
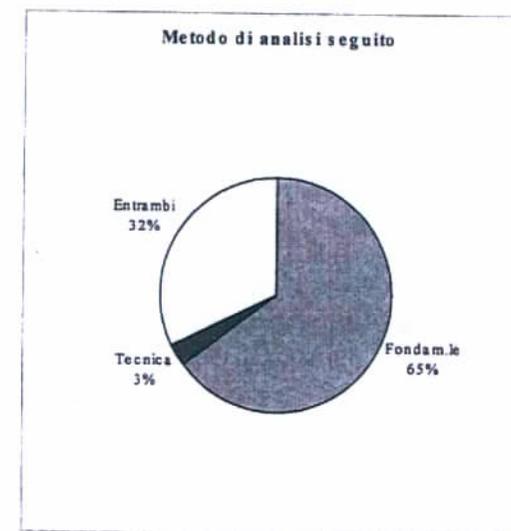
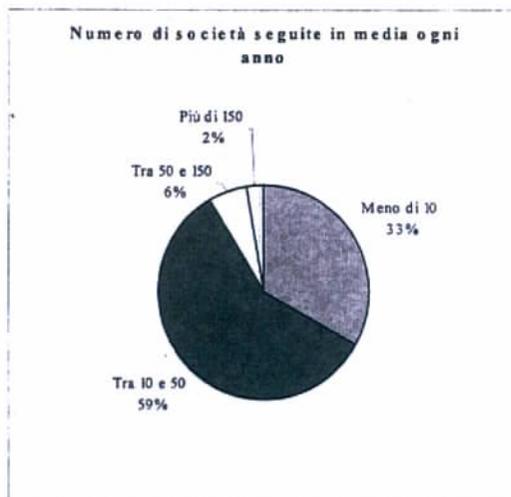
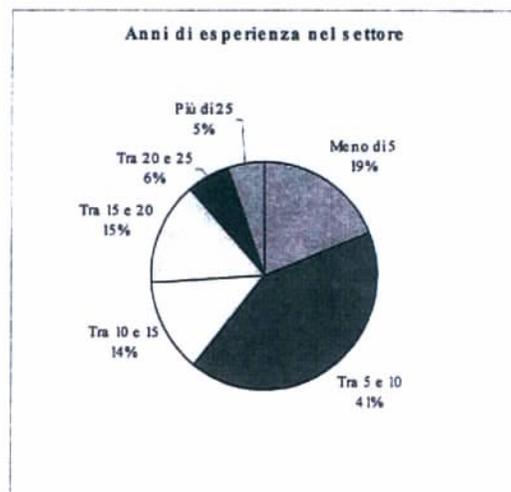
1. L'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, costituita nel 1971, non ha fine di lucro ed ha per scopo: a) facilitare e sviluppare l'esercizio della professione di analista finanziario, curarne la qualificazione professionale e promuovere il riconoscimento della sua funzione; b) promuovere lo studio e l'analisi del mercato mobiliare, per contribuire al suo sviluppo ed efficienza facendosi portavoce nelle sedi e nei modi delle esigenze e dei pareri dei propri soci.

www.aiaf.it. Sono stati contattati via e-mail o fax 600 dei circa 1000 soci risultanti e sono state considerate valide le risposte ottenute entro la fine del mese di agosto 2004. Come risulta dalle pagine di presentazione dell'Aiaf disponibili nel sito indicato e come si è avuto modo di verificare svolgendo la ricerca, i soggetti contattati operano presso società finanziarie, società di intermediazione mobiliare, *merchant bank*, società di gestione del risparmio, società fiduciarie e società di analisi finanziaria, fondamentale e tecnica. Il coinvolgimento di questo specifico gruppo di operatori è stato guidato dalla convinzione di chi scrive, e del gruppo di ricerca, di poter considerare questa seconda categoria di *stakeholder*, se valutata nel suo insieme, probabile portatrice di una cultura meno tradizionalista rispetto alla precedente e, forse, potenzialmente più aperta a modelli comportamentali innovativi quali quelli derivanti dalla comunicazione finanziaria via Internet².

Il tasso di risposta ottenuto è stato pari a circa il 17% (101 questionari compilati sui 600 inviati). Nella figura 3 è presentata la composizione degli analisti finanziari che hanno compilato il questionario sulla base dei dati dai medesimi forniti.

2. La convinzione di chi scrive è anche conseguenza della lettura dei risultati ottenuti in precedenti inchieste svolte sia con riferimento a campioni di banche italiane sia con riferimento a campioni di differenti operatori quali ad esempio le *merchant bank*. Si vedano a questo proposito RIVA, 2001 e RIVA, 1997.

Figura 3 - Analisti Finanziari: caratteristiche anagrafiche dei rispondenti



L'elevato tasso di risposta ottenuto, sia concesso dirlo, con riferimento ad entrambe le popolazioni, anche considerati i tempi relativamente brevi concessi ai soggetti consultati per rispondere, testimonia l'interesse e l'attualità del tema oggetto del presente volume.

Il questionario sottoposto ai due gruppi di operatori prevede una serie di domande chiuse mediante le quali si cerca di comprendere se lo strumento informatico sia effettivamente considerato una fonte di informazioni affidabile cui attingere con regolarità e quali siano le caratteristiche dei siti *web* considerate indispensabili. Mediante l'utilizzo di alcuni quesiti aperti è invece richiesto di esplicitare quali siano le maggiori carenze dei siti *web* utilizzati e quindi quali possano essere considerati i principali aspetti critici della comunicazione finanziaria *online*.

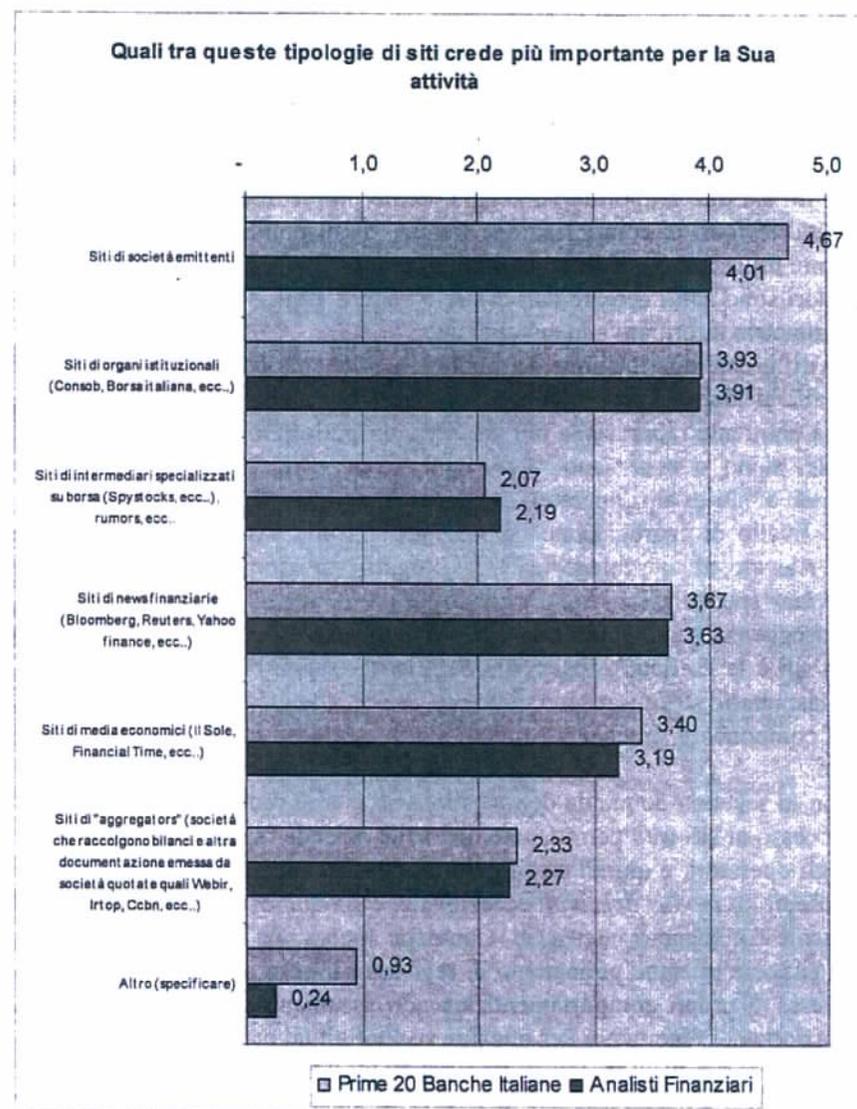
Le domande sono proposte sia con riferimento ai siti delle società emittenti sia con riferimento ai siti che raccolgono, rielaborano e rendono disponibili informazioni sulle società emittenti, dapprima elencati ed in seguito genericamente denominati "altre *news* finanziarie".

7.3 Analisi dei risultati ottenuti.

Nelle pagine che seguono si presentano graficamente e si commentano i risultati ottenuti. Sono messe a diretto confronto le risposte rilasciate per i medesimi quesiti dai soggetti appartenenti ai due campioni, così che comportamenti uniformi ed eventuali divergenze di opinione risultino immediatamente rilevabili.

Per prima cosa il questionario inviato ai soggetti partecipanti all'inchiesta prevede una elencazione di tipologie di siti *web* che possono essere considerati nel loro insieme l'offerta di informazioni economico-finanziarie. E' stato chiesto ai rispondenti di attribuire a ciascuna delle categorie un punteggio compreso tra 1 e 5, dove 1 rappresenta il punteggio minimo attribuibile, e corrisponde alla mancanza di utilizzo del sito, e 5 rappresenta il punteggio massimo attribuibile corrispondente al continuo ricorso a questa fonte di informazioni. Nella figura 4 sono riassunti i risultati ottenuti.

Figura 4 – Analisi delle risposte al quesito n. 1



I siti considerati più importanti sono per entrambi i gruppi quelli delle società emittenti cui in media tutti i rispondenti hanno attribuito punteggio superiore a 4. Seguono ottenendo un punteggio superiore a 3 i siti di organismi istituzionali quali la Consob e Borsa Italiana, quelli di *news* finanziarie quali

Bloomberg, Reuters, Yahoo finance e quelli di media economici quali Il Sole24ore e Financial Times. Raggiungono invece solo il livello 2 i siti degli intermediari specializzati quali Spystocks e i siti di *aggregator* quali Irtop, Webir, Ccbn.

È interessante notare che le risposte fornite dai due campioni non sono molto differenziate, attestandosi quasi sempre su frazioni molto vicine dei medesimi livelli della scala di misura adottata. Inoltre in nessun caso è stato attribuito dai due gruppi un punteggio medio pari a zero o a 1. Ciò significa che tutte le fonti di comunicazione finanziaria disponibili *online* sono regolarmente utilizzate e che Internet rappresenta un "luogo" importante in cui gli operatori sono soliti cercare dati di vario genere, riducendo così la situazione di asimmetria informativa in cui operano.

La differente distribuzione dei punteggi testimonia però l'importanza attribuita alla affidabilità percepita di questi dati. Se, infatti, il ricorso al sito della società emittente rappresenta più che altro un passaggio obbligato, quasi inevitabile, siano o non siano ricche le informazioni che vi si rintracciano, l'accesso ai siti di altri operatori che raccolgono e rielaborano i dati ad un secondo livello di aggregazione rappresenta una precisa scelta dell'operatore. Come rilevato, alcune categorie di siti - organi istituzionali, giornali finanziari e *provider* specializzati - sono riconosciuti come maggiormente legittimati e di conseguenza sono più correntemente consultati. Caratteristica comune di questi siti è la "serietà", così come definita da alcuni rispondenti nella parte del questionario strutturata con domande aperte, con ciò intendendo la somma di tre componenti "ricchezza, attendibilità e tempestività delle informazioni fornite".

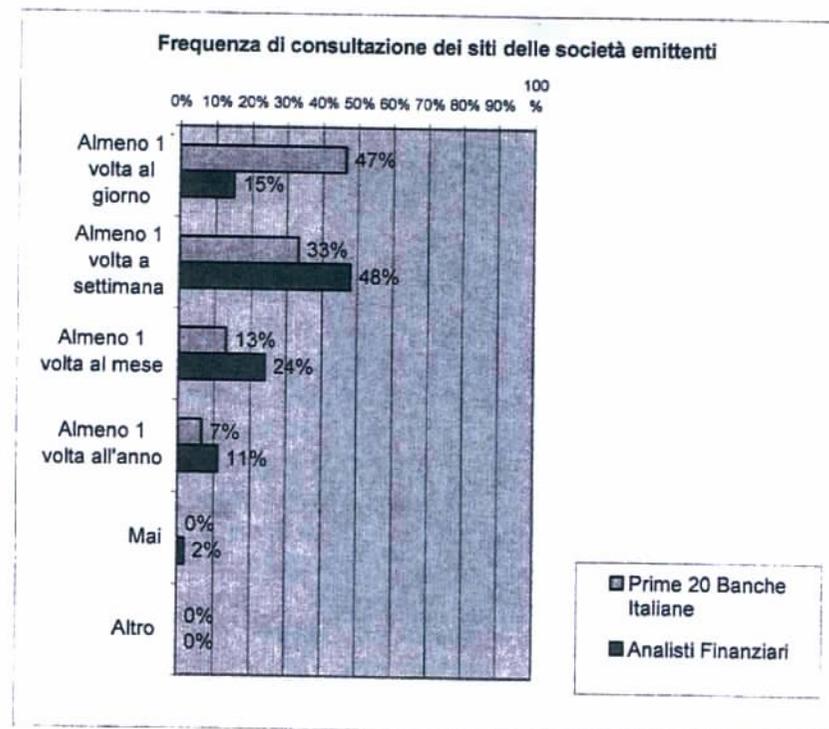
Con la seconda domanda del questionario ci si è proposti di comprendere se l'accesso ai siti *web* per ottenere dati sulle aziende rappresenti una abitudine degli operatori, e quindi costituisca un fatto frequente, oppure se lo stesso rappresenti un *modus operandi* eccezionale, e sia quindi utilizzato solo sporadicamente dai soggetti interessati. Conviene ancora una volta evidenziare come le risposte ottenute permettano di registrare il peso attribuito dagli operatori stessi ai propri comportamenti ma non assumano carattere di oggettiva misurazione del fenomeno. Per ottenere risultati di tal ordine sarebbe stato necessario, ad esempio, contare il numero di accessi effettuati con una certa password presso un determinato sito che offre informazioni.

E' stato chiesto ai rispondenti di dichiarare se la frequenza di accesso sia quotidiana, almeno settimanale, almeno mensile o almeno annuale sia con riferimento al sito delle società emittenti sia con riferimento agli altri siti che forniscono *news* finanziarie sulle società emittenti. Con questa espressione si è inteso indicare nel seguito del questionario tutti i siti *web* diversi rispetto a

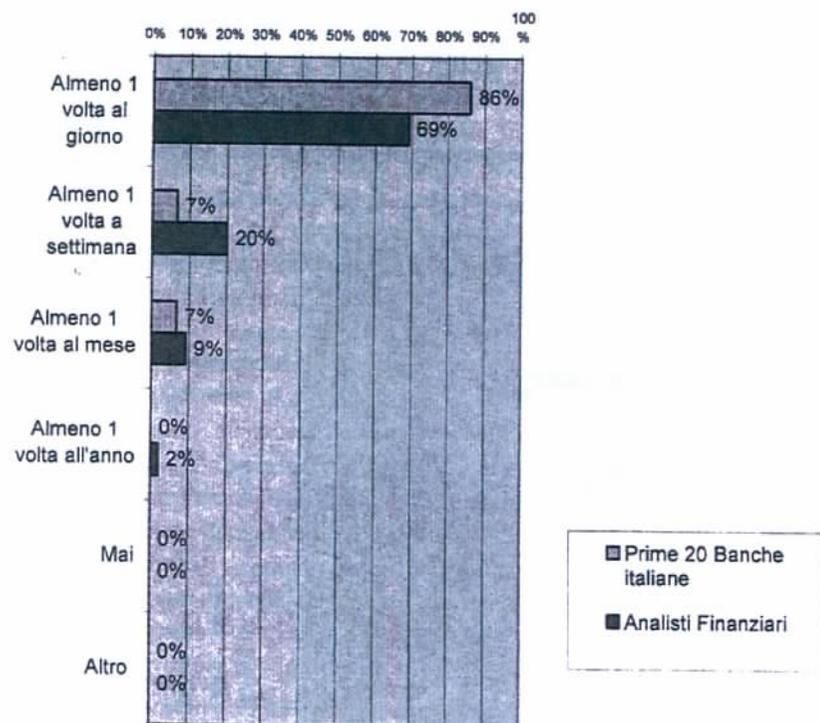
quelli delle società emittenti sottoposti analiticamente alla attenzione dei compilatori con la prima domanda.

Nella figura 5 sono riassunti i risultati ottenuti.

Figura 5 - Analisi delle risposte al quesito n. 2



Frequenza di consultazione dei siti che forniscono news finanziarie



Entrambi i gruppi di operatori esprimono, con la risposta fornita, una netta preferenza per i siti che forniscono news finanziarie: l'86% delle banche e il 69% degli analisti finanziari vi accedono quotidianamente. Quasi nessun operatore ha affermato di navigare in questi siti con una frequenza inferiore a quella mensile.

L'accesso diretto ai siti delle società emittenti è, forse contrariamente alle aspettative, molto meno frequente: solamente il 47% delle banche e addirittura solo il 15% degli analisti finanziari dichiara una frequenza di consultazione giornaliera. Si tratta in ogni caso di una fonte di informazioni giudicata di primaria importanza anche se utilizzata un numero inferiore di volte: il 33% delle banche vi accede almeno una volta alla settimana, e il 13% almeno una volta al mese; il 48% degli analisti finanziari se ne serve almeno una volta alla settimana e il 24% almeno una volta al mese.

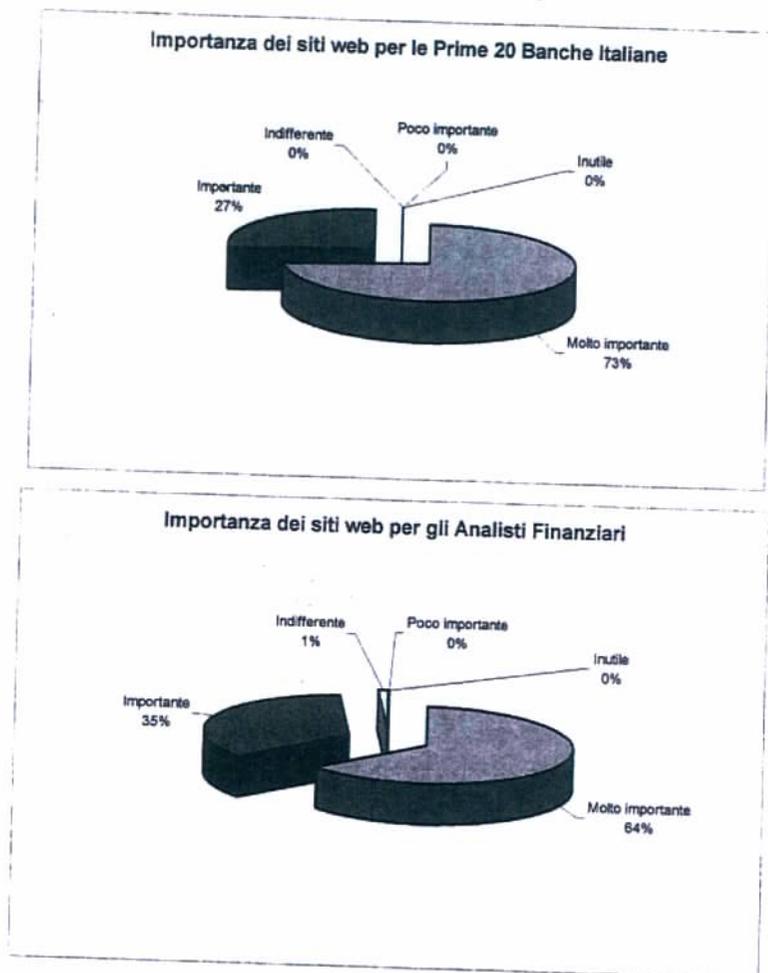
La rilevazione di una minore frequenza di consultazione dei siti delle società emittenti può essere considerata indice di una sorta di "ritardo sistematico" nell'accesso a tali siti rispetto all'accesso ai siti che forniscono news. Ciò è probabilmente il risultato di un comportamento più che razionale. Gli operatori, salvo particolari ed esclusivi monitoraggi su specifiche realtà aziendali, dichiarano di fare quotidianamente riferimento ai quadri sintetici e generali offerti dai siti web di news. Ciò permette loro di comprendere, sia pure a livello macro, se ci siano o non ci siano state variazioni rilevanti su una o l'altra società. Una volta individuato un fenomeno degno di nota o che per qualche motivo potrebbe rientrare tra i fatti cui l'operatore è solito dedicare attenzione, la ricerca delle informazioni che permettono l'approfondimento non può prescindere dalla visita della fonte primaria di dati, ossia del sito web della società emittente.

La frequenza di accesso testimonia sicuramente l'attribuzione di una grande importanza alla comunicazione economica online. Nella parte del questionario a domande aperte, spesso, i rispondenti hanno evidenziato l'insostituibilità del nuovo strumento che permette all'operatore capace di servirsene abilmente lo sviluppo di importanti vantaggi competitivi su quegli operatori che per incapacità o inerzia si affidano ancora alla stampa. Si legge infatti che la tempestività è alla base di una sorta di cambiamento delle regole del gioco: chi lavora basandosi sulle informazioni ottenute su supporto "intangibile", ma in tempo reale, pone in essere comportamenti più efficaci rispetto a chi lavora partendo da dati fruibili su supporto "tangibile", ma con ritardo di ore o di giorni.

Con la terza domanda del questionario si è voluto testare le affermazioni che precedono chiedendo ai singoli operatori quale grado di rilevanza i medesimi attribuiscono alla comunicazione economica online rispetto evidentemente alla tradizionale.

Nella figura 6 sono riassunti i risultati ottenuti. Praticamente la totalità dei rispondenti, a prescindere dal campione di appartenenza, ha giudicato lo strumento importante o molto importante, tra questi la maggior parte ha espresso il giudizio più favorevole nell'ambito della scala proposta. È possibile affermare perciò che il fenomeno ha modificato i comportamenti degli operatori.

Figura 6 – Analisi delle risposte al quesito n. 3



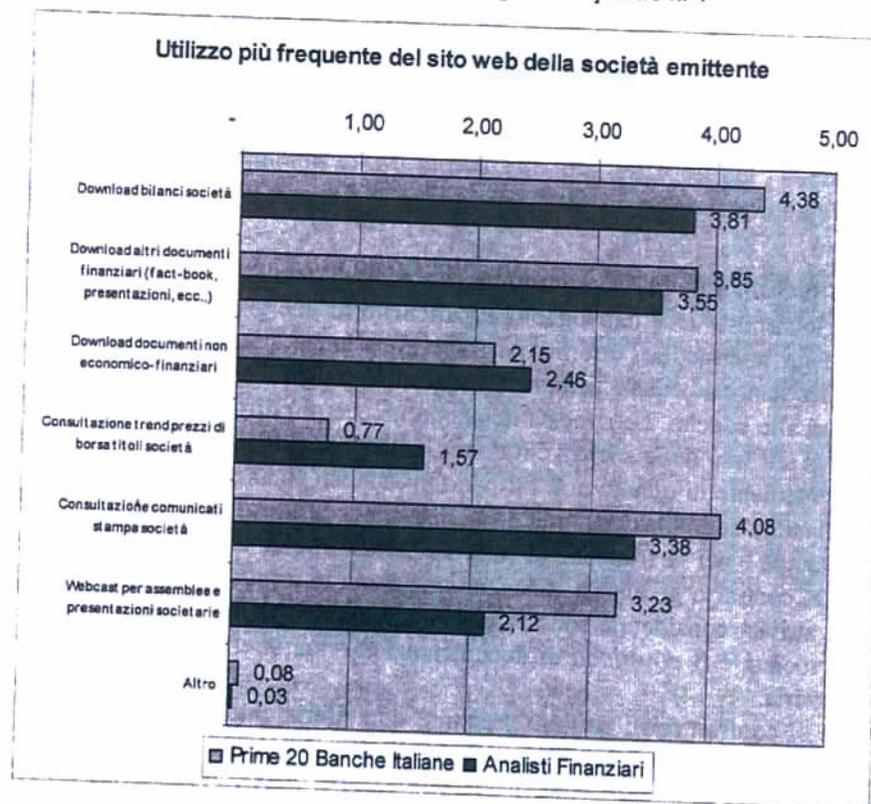
Proponendo il quarto quesito del questionario si è cercato di individuare quale siano le principali potenzialità dei siti visitati ossia quale sia l'utilizzo più frequente dei siti effettuato dagli operatori.

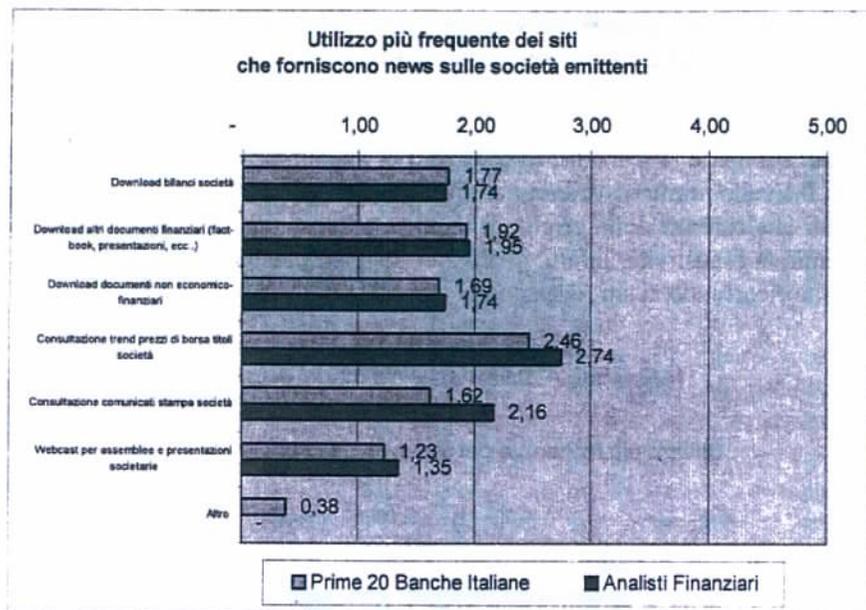
Nella figura 7 sono riassunti i risultati ottenuti.

Quando si considerano globalmente le due categorie di siti individuate - quelli delle società emittenti e quelli dei fornitori di news - si rileva che l'atteggiamento dei due campioni presenta trend mediamente assimilabili. Se si esclude l'attività di "consultazione dei trend dei prezzi di borsa dei titoli",

infatti, entrambi i gruppi attribuiscono pesi molto più elevati per le medesime attività ai siti delle società emittenti. Questi ultimi sono maggiormente utilizzati per il download dei bilanci delle società, di altri documenti finanziari e di documenti non economico-finanziari, ma anche per la consultazione di comunicati stampa e la fruizione di webcast per assemblee e presentazioni societarie. Il livello minimo attribuito alla voce residuale "altro" non è la conseguenza di una carenza della griglia di risposta proposta dal questionario, bensì ne premia l'eshaustività; infatti, qualora ci fossero state molte e differenti attività svolte ricorrendo ai siti, questo item avrebbe registrato valori elevati.

Figura 7 – Analisi delle risposte al quesito n. 4





Se si analizzano le risposte fornite per i singoli *item* della griglia si registra come le risposte rese dai soggetti appartenenti ai due gruppi e riferite ai siti *web* degli intermediari informativi siano abbastanza allineate: gli analisti finanziari sembrano quasi sempre attribuire punteggi leggermente più elevati rispetto alle banche. Le risposte appaiono invece più differenziate quando riferite ai siti *web* delle società emittenti: le banche dichiarano di utilizzarli più frequentemente di quanto non facciano gli analisti finanziari per il *download* dei bilanci e degli altri documenti finanziari, per la consultazione dei comunicati stampa e per la fruizione di *webcast* per assemblee e presentazioni societarie; al contrario gli analisti finanziari superano in frequenza le banche quando le attività considerate sono la consultazione dei prezzi di borsa dei titoli delle società e il *download* di documentazione non strettamente economico-finanziaria.

Se si confrontano i risultati registrati con riferimento al secondo quesito del questionario con quelli registrati con riferimento al quarto quesito, si nota una apparente contraddizione.

Gli operatori dichiarano compatti dapprima di accedere con maggiore frequenza ai siti degli intermediari informativi piuttosto che ai siti delle società emittenti, e subito dopo, ammettono che quando chiamati a svolgere specifiche attività di indagine la loro preferenza ricade sui siti delle società emittenti piuttosto che su quelli dei fornitori di *news*. Questo risultato in realtà non fa

che confermare le considerazioni svolte sopra sul differente ruolo attribuito alle due differenti categorie di siti dagli operatori. Per monitorare ogni giorno contemporaneamente più realtà aziendali essi ricorrono ai siti di *news* che sono loro di ausilio grazie alla presentazione di più o meno selezionati panieri di dati che attirano la loro attenzione su specifiche situazioni degne di approfondimento. Per poter però poi valutare singole situazioni diventa indispensabile l'accesso diretto al sito dell'azienda.

Potremmo dire pertanto che al fornitore di *news* – intermediario informativo è attribuito il ruolo di sintesi o, più precisamente, di manutentore di uno schermo interpretativo condiviso di una realtà evidentemente giudicata troppo complessa, articolata e mutevole per poter essere dominata in autonomia dal singolo operatore. Di solito, però, come testimoniato dalle risposte al secondo quesito posto dal questionario, l'operatore desideroso di mantenere una propria autonomia di giudizio, non fa ricorso ad un solo fornitore di *news*, ma attinge al sito di differenti fornitori. Gli è così possibile confrontare le varie evidenze, porsi quesiti e, forse proprio notando eventuali divergenze tra i giudizi espressi in questi differenti luoghi virtuali, stabilire direttrici per i successivi approfondimenti di indagine che sicuramente vanno a coinvolgere i siti delle società emittenti.

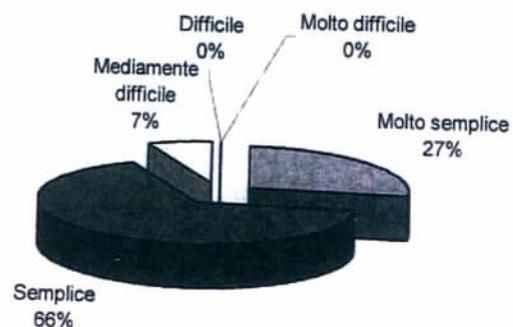
Una volta chiarito che la comunicazione economico finanziaria *online* è considerata una grande opportunità da parte degli operatori, e che pertanto esiste la volontà di servirsene, si è cercato di comprendere con i successivi quesiti quali siano gli eventuali ostacoli che si frappongono ad una fruizione percepita dalla domanda come efficace ed efficiente.

Per comprendere se le eventuali barriere risiedano nelle stesse capacità della domanda di utilizzare a pieno le potenzialità dei siti, si è formulato il quinto quesito mediante il quale si è chiesto ai soggetti appartenenti ai due campioni quale grado di difficoltà gli stessi avessero incontrato nell'accedere e quindi nell'utilizzare i siti rispettivamente delle società emittenti e delle società fornitrici di *news* finanziarie.

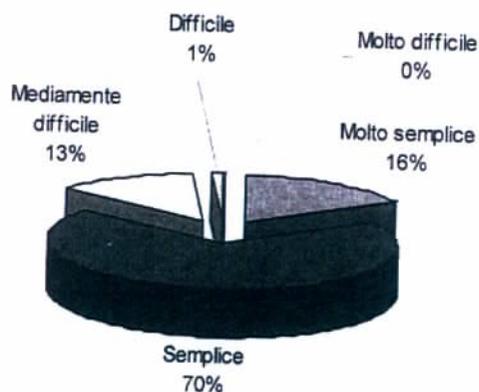
Nelle figure 8 e 9 sono riassunti i risultati ottenuti.

Figura 8 – Analisi delle risposte al quesito n. 5

Grado di difficoltà riscontrato nell'utilizzo dei siti delle società emittenti da parte delle Prime 10 Banche Italiane



Grado di difficoltà riscontrato nell'utilizzo dei siti delle società emittenti da parte degli Analisti Finanziari

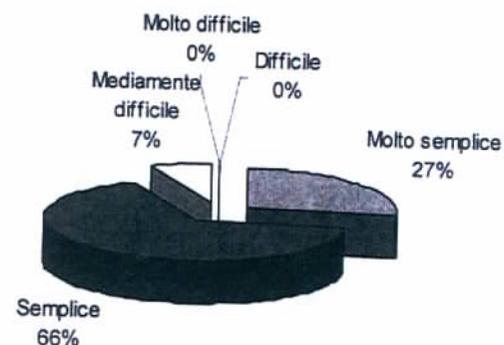


Le risposte ottenute con riferimento ai siti delle società emittenti sono per entrambi i campioni molto compatte: solo il 7% delle banche e il 13% degli analisti qualifica l'attività di ricerca di informazioni nei siti delle società emittenti mediamente difficile, l'1% degli analisti finanziari la qualifica come difficile, nessuno come molto difficile. Una percentuale maggiore di rispondenti

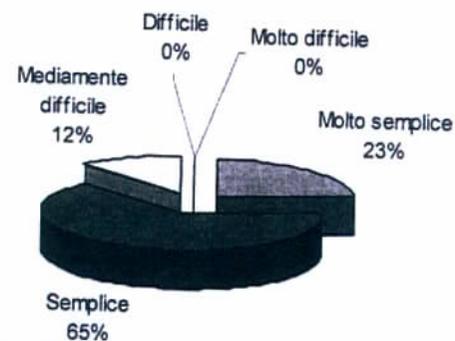
del campione banche (23%) rispetto a quella del campione analisti finanziari (16%) considera tale attività molto semplice.

Figura 9 – Analisi delle risposte al quesito n. 5

Grado di difficoltà riscontrato nell'utilizzo dei siti che forniscono news sulle società emittenti da parte delle Prime 10 Banche Italiane



Grado di difficoltà riscontrato nell'utilizzo dei siti che forniscono news sulle società emittenti da parte degli Analisti Finanziari



Le risposte ottenute con riferimento all'attività di ricerca di informazioni economico-finanziarie nei siti dei fornitori di *news* non si modificano quando si considera il solo campione delle banche. Al contrario subiscono una leggera variazione per il campione degli analisti finanziari. Mentre i siti delle società emittenti sono considerati molto semplici dal 16% dei rispondenti, i siti dei fornitori di *news* sono così qualificati addirittura dal 23%. L'attività rimane invece mediamente difficile per il 12% degli analisti mentre nessuno di loro la qualifica come difficile o molto difficile.

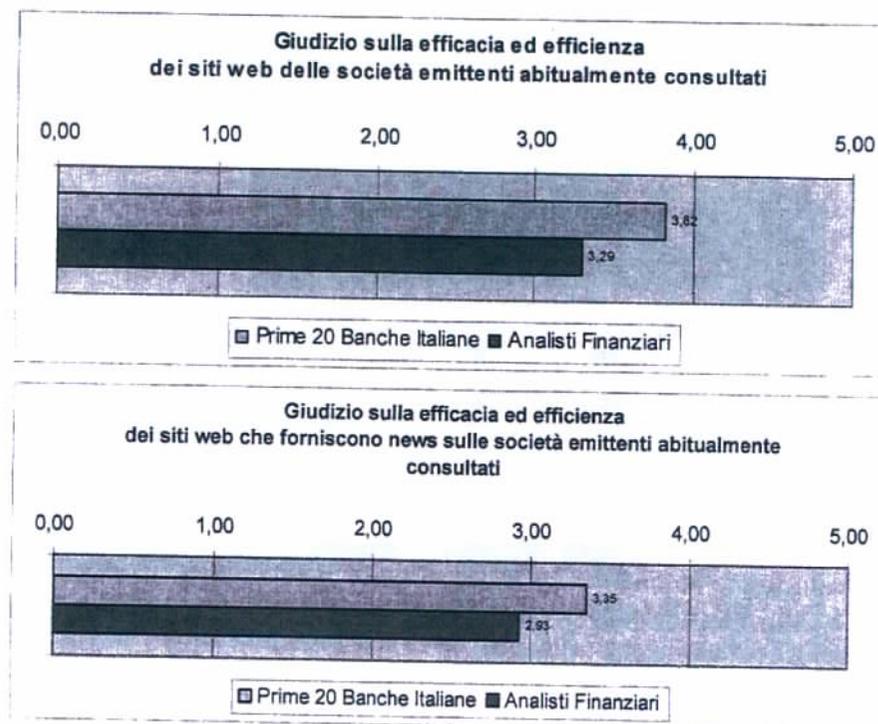
Sulla base dei risultati dell'inchiesta si può affermare, pertanto, che sia le banche sia gli analisti considerano positivamente la comunicazione finanziaria via Internet e giudicano le proprie capacità di utilizzare questo canale informativo più che adeguate, non riscontrando particolari difficoltà nell'accesso ai dati ed anzi giudicando il medesimo nella maggior parte dei casi semplice o addirittura molto semplice.

A questo punto diventa interessante comprendere come la domanda - che si considera aperta al fenomeno e dotata delle competenze necessarie per affrontare lo stesso - giudichi l'offerta di informazioni. La seconda parte del questionario - è dedicata al perseguimento di questo obiettivo: sono state poste due ulteriori domande chiuse e due domande aperte.

Con il sesto quesito si è chiesto di giudicare l'efficacia e l'efficienza dei siti *web* abitualmente utilizzati sulla base di una scala a cinque pioli dove l'1 rappresenta il punteggio minimo e 5 il punteggio massimo.

Nella figura 10 sono sintetizzati i risultati ottenuti.

Figura 10 - Analisi delle risposte al quesito n. 6



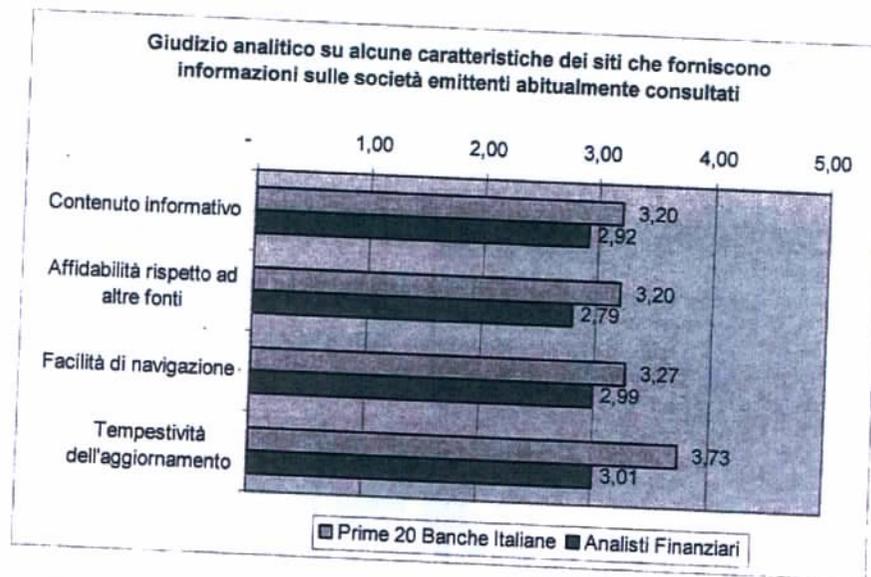
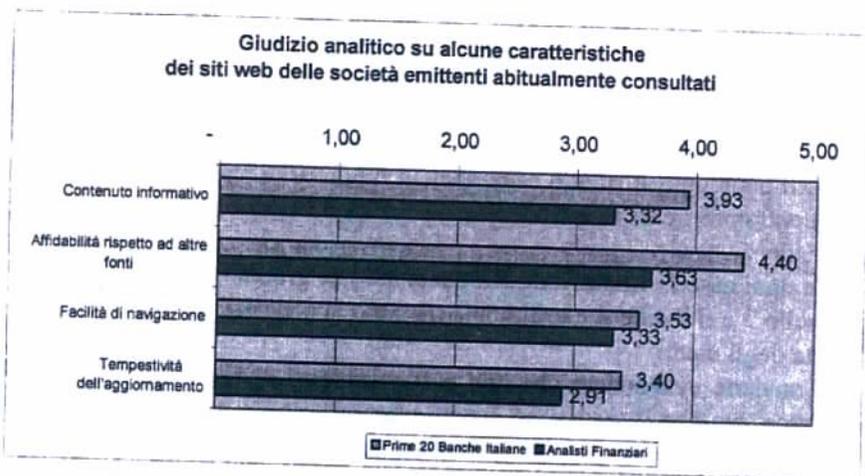
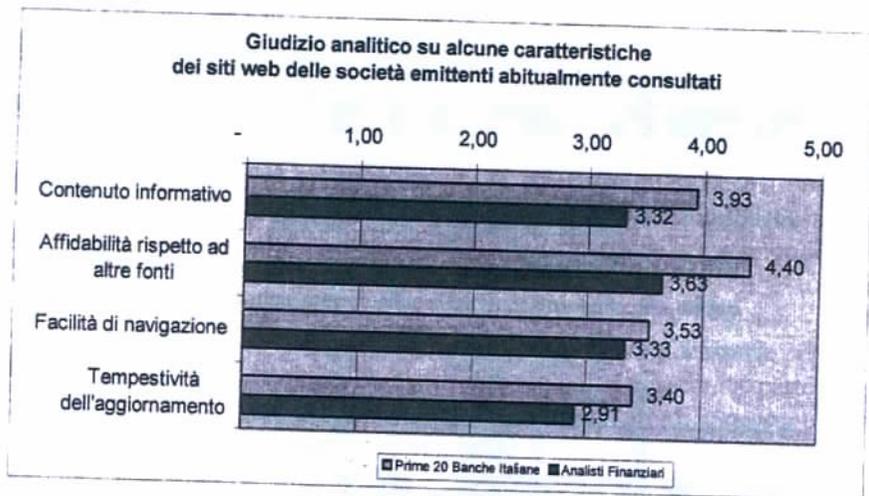
Sia le banche sia gli analisti finanziari giudicano i siti delle società emittenti più efficaci ed efficienti dei siti dei fornitori di *news* sulle società emittenti. Il punteggio attribuito dagli analisti finanziari è leggermente più prudente in entrambi i casi attestandosi su valori inferiori di circa mezzo punto percentuale.

In ogni caso la valutazione effettuata dai due gruppi cade nell'intervallo tra il livello 3 e il livello 4 e testimonia pertanto la soddisfazione sia pure non assoluta degli utenti.

Conviene evidenziare che non è stato chiesto ai rispondenti un giudizio sintetico, ma che il medesimo è stato ottenuto mediando i punteggi attribuiti analiticamente a quattro caratteristiche fondamentali dei siti *web*, selezionate *ex ante* da chi scrive anche sulla base dell'attento esame della dottrina esistente in materia: il contenuto informativo, l'affidabilità rispetto ad altre fonti, la facilità di navigazione e la tempestività dell'aggiornamento.

Nella figura 11 si evidenziano i giudizi espressi analiticamente per ciascuna delle citate caratteristiche.

Figura 11 – Analisi delle risposte al quesito n. 6



Giova evidenziare che lo scarto dei punteggi attribuiti ai singoli *item* rispetto alla media, che è stata considerata indicatore sintetico del giudizio di efficacia ed efficienza del sito, non è mai particolarmente rilevante. Le valutazioni analitiche si attestano infatti su livelli compresi tra un minimo di 2,79, giudizio espresso dagli analisti finanziari sulla affidabilità dei siti che forniscono *news*, e un massimo di 4,40, giudizio espresso dalle banche sullo stesso *item* riferito però ai siti delle società emittenti.

Questa osservazione rappresenta un risultato molto positivo in quanto significa che la soddisfazione sinteticamente rilevata deriva dall'espressione di giudizi abbastanza buoni su tutti gli aspetti sottoposti alla attenzione dei rispondenti. Esiste sicuramente un *gap* tra aspettative degli utenti e capacità dell'offerta di rispondervi - se così non fosse le risposte si sarebbero attestate tra il livello 4 e il livello 5 e non tra il livello 3 e il livello 4 - ma si tratta di un *gap* che gli utenti non considerano tale da rendere inefficace e inefficiente il ricorso ai siti Internet per ottenere informazioni.

Con il settimo quesito si è cercato di capire quali siano le caratteristiche dei siti che gli intervistati considerano più rilevanti. A differenza di quanto fatto precedentemente l'obiettivo non è pervenire ad un giudizio sulla offerta esistente nei siti quotidianamente visitati, ma è ottenere l'attribuzione di un peso relativo a dieci differenti caratteristiche di un immaginario sito *web*. L'esperienza di utente rappresenta per i rispondenti esclusivamente un neces-

sario bagaglio culturale cui fare riferimento per esprimere la propria preferenza, ma non è l'oggetto del quesito.

Nelle figure 12 e 13 si evidenziano i risultati raggiunti con riferimento ai siti delle società emittenti.

Figura 12 – Analisi delle risposte al quesito n. 7

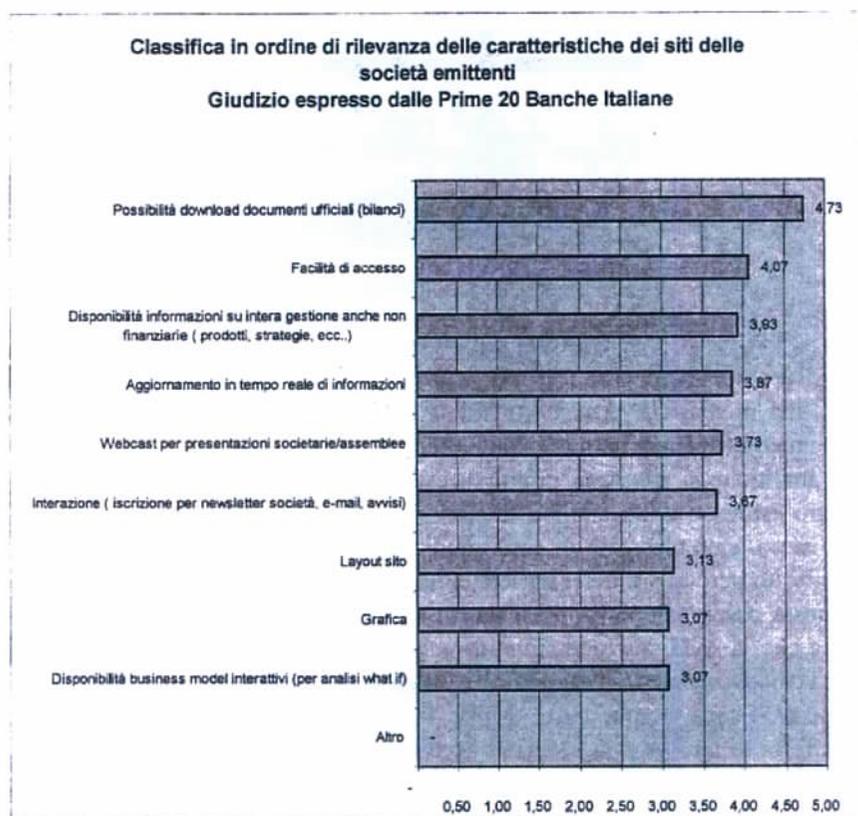
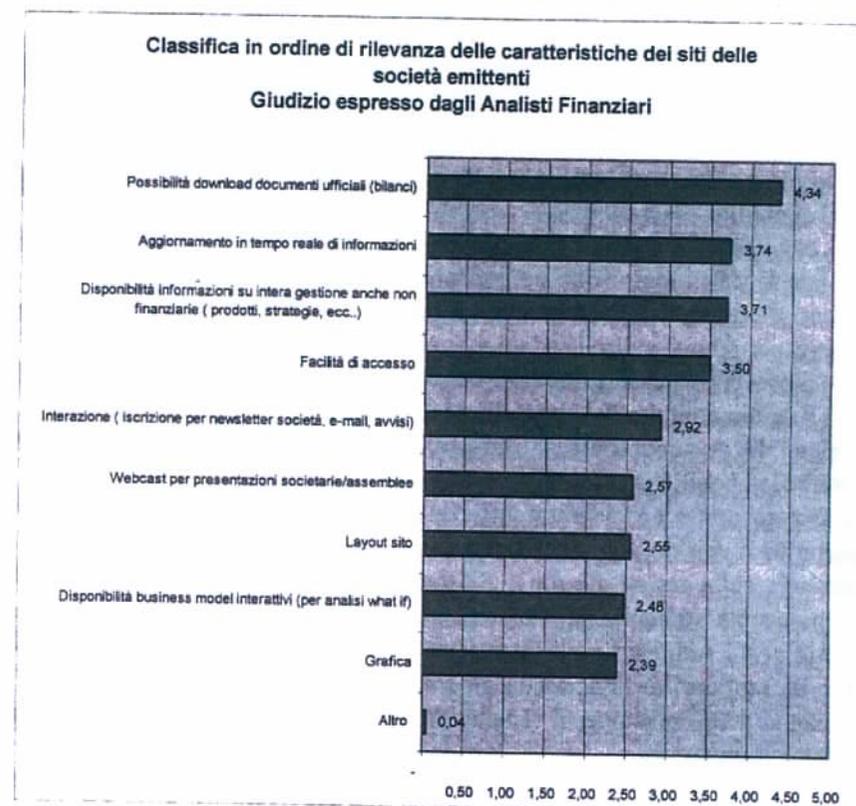


Figura 13 – Analisi delle risposte al quesito n. 7



Colpisce notare come il peso attribuito ai vari *item* individuati dal campione delle banche sia, ancora una volta, sistematicamente più elevato rispetto a quello espresso dal campione di analisti finanziari. La maggior prudenza di questi ultimi nell'esprimere giudizi rappresenta del resto il *leit motiv* dei risultati della ricerca. Ciò potrebbe forse giustificarsi per il fatto che l'apertura degli istituti di credito italiani verso il quotidiano, e soprattutto diffuso, utilizzo di Internet quale strumento per il reperimento di informazioni economico-finanziarie risale in taluni casi a tempi più recenti³. Gli analisti finanziari impegnati tradizionalmente, come evidenziato *supra*, in collaborazioni con

3. Dalle dichiarazioni raccolte con i questionari e telefonicamente risulta, infatti, come in alcune realtà il libero accesso alla rete Internet sia appannaggio esclusivo delle funzioni centralizzate, mentre il medesimo accesso risulta ancora negato ai gestori che operano nelle singole filiali degli istituti di credito.

merchant bank, con società finanziarie, con società di intermediazione mobiliare, con società di gestione del risparmio, con società fiduciarie, con società di analisi finanziaria italiane, e ancora più spesso internazionali, sono stati probabilmente costretti da tempo e individualmente a confrontarsi con i nuovi strumenti *online*. La più prolungata sperimentazione, e quindi lo sviluppo di una consuetudine, potrebbero giustificare l'espressione di giudizi in media sempre più composti rispetto a quelli espressi dai colleghi impiegati presso istituti di credito.

La classificazione delle caratteristiche fornita dagli operatori risulta coerente con le riflessioni svolte nelle pagine che precedono: i siti delle società emittenti rappresentano per entrambi i gruppi di intervistati il "luogo" da cui attingere per approfondire l'indagine, una volta comprese la necessità mediante il preventivo esame dei dati sinteticamente rinvenuti nei siti fornitori di news. Il primo compito del sito delle società emittenti è pertanto permettere il download dei documenti ufficiali tra i quali i bilanci completi (primo posto in entrambe le classifiche).

Ciò però non è considerato sufficiente: entrambi i gruppi classificano al terzo posto il *download* di documenti da cui risultino informazioni anche non finanziarie sulla intera gestione. Si tratta tra l'altro di informazioni sulla *mission* e sulla strategia, sui processi interni, sui clienti, sui dipendenti, sul rapporto con l'ambiente e gli interlocutori sociali. Se si vuole realmente costruire un rapporto di fiducia con gli *stakeholder* basato sul valore della trasparenza dell'informazione, il sistema di bilancio non può essere considerato solo uno strumento per la determinazione del reddito e del capitale di funzionamento, anche se questi restano elementi insostituibili e fondamentali. Poiché fine del sistema di bilancio è rispondere alle esigenze degli utilizzatori e questi ultimi devono comprendere la situazione in cui versa l'impresa nel tempo presente e stimare la prevedibile evoluzione futura della gestione, il dato economico finanziario deve essere integrato⁴. A questo si *devono* affiancare informazioni qualitative, intendendo con questa espressione sia le misure di prestazione consistenti nelle rilevazioni di tipo statistico o extra-contabile, sia le informazioni "discorsive", ossia la descrizione di piani e strategie deliberate⁵. Conviene ricordare che l'esigenza - recentemente evidenziata con enfasi

4. Per approfondimenti su questo tema si rinvia a RIVA, 2001 e RIVA, 2002.

5. «(...) il bilancio di esercizio, nella sua veste destinata a pubblicazione, deve essere in ogni caso integrato da chiarimenti circa i suoi dati, nell'aspetto del loro contenuto economico e della logica di misurazione, e da note aggiuntive, anche di carattere quantitativo, atte ad illuminare le circostanze d'azienda e d'ambiente che condizionano, non solo al tempo della determinazione, l'affermarsi del sistema dei valori in date strutture e grandezze», PROVASOLI, 1974. La necessità di svolgere analisi di tipo "prospettivo" è evidenziata anche in CECCHERELLI il quale, sia pure riferendo il proprio pensiero a rielaborazioni analitiche di dati contabili, evidenzia la necessità

dalla dottrina anglosassone⁶ - di affiancare ai dati contabili informazioni non finanziarie è stata sottolineata da tempo dalla dottrina aziendale italiana, facendo riferimento genericamente alla costruzione del sistema informativo di azienda senza distinguere tra informazioni costruite per finalità di controllo e informazioni costruite per finalità di comunicazione esterna. Unico fine esplicitamente riconosciuto è quello della conoscenza della realtà aziendale: «l'economia è caratteristicamente quantitativa, tuttavia nell'economia delle aziende le qualità hanno notevole parte cosicché spicca il carattere complementare delle indagini economiche qualitative e quantitative. La scelta appropriata di quantità elementari e di *qualità prime* è fondamento di un sistema informativo di azienda»⁷. Recentemente, inoltre, proprio nella dottrina aziendale italiana sono stati formulati giudizi positivi sulla eventuale tras migrazione delle informazioni non finanziarie tipiche fino a poco tempo fa solo dei sistemi di misure adottati per finalità di controllo interno (si pensi al *tableau de bord* e al *balanced scorecard*), che potremmo definire usando il linguaggio masiniano *qualità prime*, nel bilancio di esercizio: gli indici in esso contenuti, infatti, diffusi all'esterno, offrono uno stimolante momento di colloquio con quanti siano effettivamente interessati a valutare le potenzialità future dell'azienda. Mentre aiuta ad approfondire la conoscenza dell'azienda e dei suoi elementi più critici, costituisce di per sé un chiaro segnale 'comunicativo' che l'azienda emette

di pervenire ad indicatori di rapidità del processo di produzione, di qualità del medesimo e di potenzialità degli impianti e afferma che: «Base dell'indagine resta pur sempre la struttura del capitale, ma il procedimento di analisi interpretativa, per corrispondere alle più ampie finalità sopradette, deve essere integrato con il sussidio dei dati informativi che dalla struttura non si possono direttamente dedurre. L'esame di una situazione d'impresa, anche se la situazione fu desunta ed esposta in modo corrispondente alla particolari necessità dell'indagine prospettiva, non può direttamente offrire, nella estrema sintesi che di consueto la caratterizza, tutti gli elementi necessari al giudizio, ma può suggerire gli opportuni complementi di ricerca e di opportuna raccolta di dati statistico-contabili», CECCHERELLI, 1956.

6. «Interest has recently emerged in the use of non-financial information in performance measurement. Financial analysts and institutional investors are also expressing a growing interest in the use of non financial information. Fornell et al. investigated the effects of the public release of non financial indexes of customer satisfaction measures provides new and forward-looking information to the stock market that is not completely reflected by traditional accounting performance measures such as profit. Recent field work reports suggest that, when managers are asked about useful data, they mention quantitative non financial data that relates 'to daily control of operations and physical output. (...) Management information systems have long been criticised for providing managers with too much information obtained too late, often too aggregated or of an irrelevant nature and not focused on 'how the organization really operates'. Providing relevant and direct non financial information on the performance of organizational processes to managers on a timely basis enables them to intervene in processes to achieve desired financial results», MORRISSETTE, 1998.

7. MASINI, 1971.

nei confronti dei suoi interlocutori, coinvolgendoli in prima persona nel proprio processo di sviluppo⁸.

Una conferma dell'importanza di quanto affermato deriva dal fatto che entrambi i gruppi di intervistati - banche e analisti finanziari - attribuiscono pesi notevoli, al punto da classificarli al quinto o al sesto posto nella scala delle caratteristiche critiche dei siti, alla capacità di offrire possibilità di interazione diretta con la società - mediante ad esempio l'iscrizione a *newsletter* o la possibilità di dialogare mediante e-mail quando necessario con gli *investor relator* - e alla trasmissione mediante *webcast* di assemblee o di presentazioni societarie. E' attribuito valore alla possibilità di partecipare tramite il sito alla vita societaria e, addirittura, di essere oggetto diretto di attenzione da parte dell'azienda emittente, creando, per quanto possibile, una sorta di comunicazione *one to one*. Si tratta di una aspirazione più che comprensibile se si pensa che il successo del lavoro di questi soggetti dipende dalla loro capacità di prevedere che cosa accadrà nelle singole realtà aziendali e di trasformare i giudizi conseguenti alle proprie analisi in comportamenti tempestivi e corretti. Il dato contabile mantiene il suo ruolo ed è insostituibile, ma gli operatori pretendono di più dalle aziende emittenti: non solo informazioni qualitative, ma addirittura la possibilità di essere "presenti" in azienda, di raccogliere in prima persona le informazioni necessarie all'espressione del proprio giudizio. In passato ciò rappresentava un desiderio difficilmente esaudibile, ora proprio tramite Internet si tratta di un traguardo almeno teoricamente raggiungibile.

Oltre alle varie componenti del contenuto informativo, è stato richiesto ai rispondenti di classificare anche alcune caratteristiche tecniche dei siti. Si confermano fondamentali caratteristiche del sito *web* di una società emittente l'aggiornamento in tempo reale delle informazioni ivi contenute (quarto posto per le banche e secondo posto per gli analisti finanziari) e la facilità di accesso (secondo posto per le banche e quarto posto per gli analisti finanziari). Per gli operatori, infatti, sarebbe impossibile ottenere dei vantaggi competitivi dall'utilizzo quotidiano della comunicazione finanziaria *online* se le aziende fornissero sul proprio sito le medesime informazioni fornite con altri mezzi e

8. Così Fabio CORNO il cui pensiero e le cui considerazioni sull'argomento sono assolutamente in linea con quanto qui sostenuto: «Malgrado le significative innovazioni introdotte nel sistema di bilancio, esso resta focalizzato più sui risultati consuntivi che non su quelli previsti: non aiuta così a ricollegare le risorse disponibili alle strategie perseguite, nè consente di identificare quali delle risorse risultino più critiche per l'azienda. E' per tenere sotto controllo questi fattori che, stimolati anche da alcuni contributi accademici, si stanno diffondendo nelle realtà aziendali più avanzate alcuni cruscotti di controllo che hanno per oggetto l'intero patrimonio intangibile aziendale. Sviluppati inizialmente a fini di monitoraggio interno, sono stati in un secondo momento messi a disposizione degli *stakeholder*, a completamento dell'informativa di bilancio. Un interessante esempio è costituito dalla *balanced scorecard* (...)', CORNO, 1996.

se queste comparissero con ritardo ossia dopo essere state rese note mediante altre modalità. Il sito pertanto deve essere di semplice utilizzo e soprattutto deve essere tempestivamente aggiornato. Ciò indubbiamente richiede l'impiego di grandi risorse da parte dell'azienda in quanto una parte del personale dovrà essere dedicato completamente a questa specifica funzione di interfaccia con gli utenti, ma allo stesso tempo rappresenta l'unico *modus operandi* utile per la creazione di un legame tra utenti ed azienda che non rimanga nel mondo dei *desiderata*, ma diventi una realtà vantaggiosa per entrambe le parti.

Agli ultimi posti si sono classificate sia pure con posizioni differenti per i due campioni di intervistati il *layout*, la grafica e la disponibilità di *business model* interattivi.

I rispondenti hanno dato grande rilevanza alla facilità di accesso alle informazioni mentre non altrettanto peso è stato attribuito al *layout* e alla grafica che, a parere di chi scrive, dovrebbero essere considerate caratteristiche che contribuiscono a rendere il sito agevolmente utilizzabile. In realtà questa apparente contraddizione si potrebbe giustificare se si pensa che il sito della società emittente è unico. La "bellezza" o "bruttezza" dello stesso poco importa all'utilizzatore che è invece interessato a rinvenire, come visto, molte informazioni in tempo reale. L'organizzazione delle pagine *web*, il loro colore o il numero di immagini scaricabili non sono considerati così importanti, purché siano raggiunti livelli di comprensibilità sufficienti e, probabilmente, purché esista una minima mappatura della localizzazione delle informazioni ricercate dall'utente.

Lascia inoltre un po' sorpresi l'attribuzione di pesi relativamente inferiori alla presenza nei siti di *business model* interattivi (peraltro presenti in misura molto limitata nei siti delle società emittenti). Anche questi potrebbero infatti essere considerati dagli utenti quali occasioni per ottenere informazioni sulla strategia adottata dai dirigenti dell'azienda, probabilmente però la fiducia in uno strumento del genere è ridotta. Essi sono considerati strumenti di marketing istituzionale piuttosto che meccanismi utili per vedere il futuro dell'azienda con gli occhi del management, *status* cui invece la creazione dei citati meccanismi ambirebbe.

Nelle figure 14 e 15 si evidenziano i risultati ottenuti con riferimento ai siti che forniscono news sulle società emittenti.

Figura 14 – Analisi delle risposte al quesito n. 7

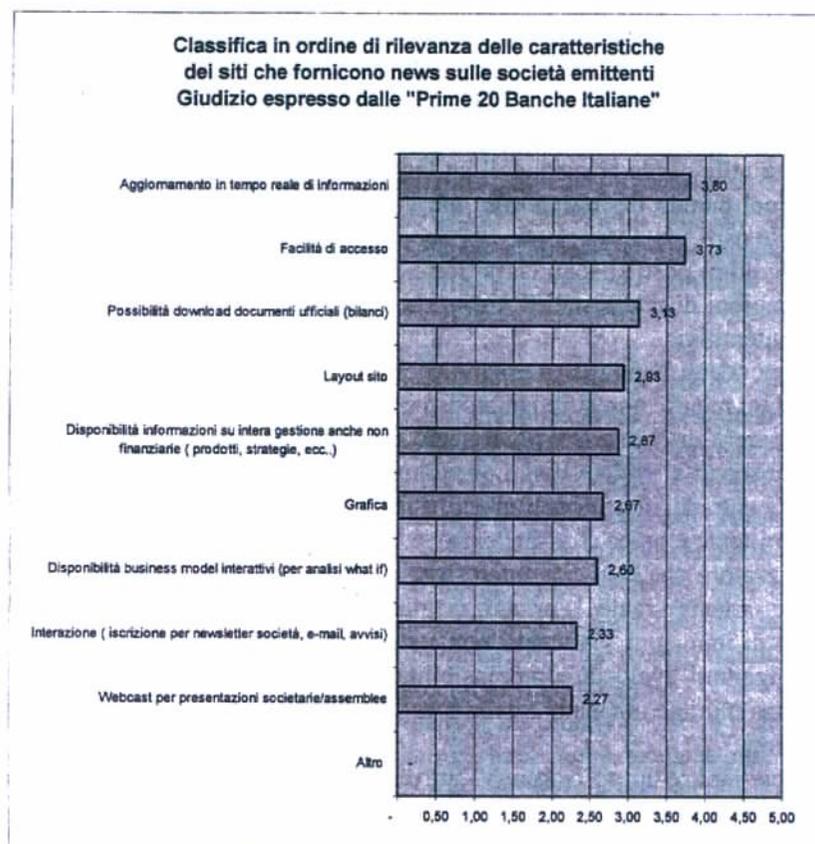
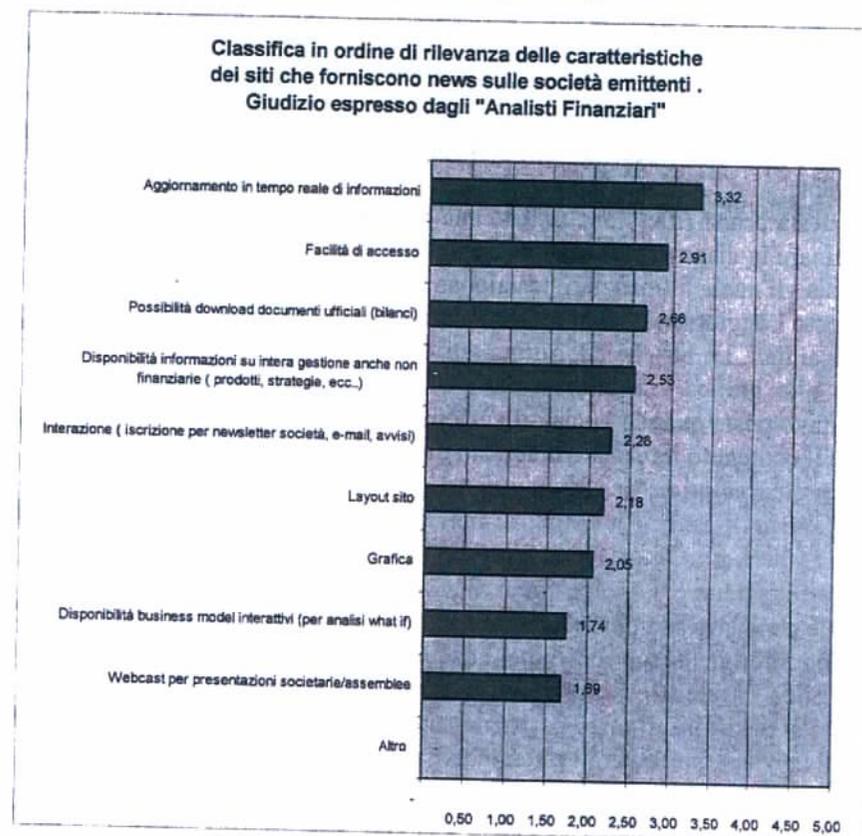


Figura.15 – Analisi delle risposte al quesito n. 7



La classificazione delle caratteristiche dei siti che forniscono news sulle società emittenti si differenzia dalla precedente sia per il generalizzato minor punteggio attribuito da ciascun rispondente a ciascun *item*, sia per la differente disposizione relativa degli *item* sulla scala di misura.

Se si considerano quelle caratteristiche classificate al medesimo posto in entrambe le tipologie di siti, si nota come i livelli raggiunti per le società emittenti sia sempre superiore a quello raggiunto per gli intermediari informativi. Tale differenza è in media pari, per entrambi i campioni a 0,77 centesimi. Questo risultato evidenzia ancora una volta quanto sia percepito come essenziale e unico il rapporto con le società emittenti. Le società che rielaborano dati e rendono disponibili news economico-finanziarie, al contrario, pur rappresentando un riferimento essenziale per lo svolgimento del proprio lavoro

sono percepite dagli operatori come dei fornitori sostituibili. Nel caso in cui le caratteristiche desiderate non fossero disponibili l'operatore potrebbe utilizzare l'"opzione uscita" ossia semplicemente passare alla consultazione del sito di un altro fornitore. Altrettanto non potrebbe fare, quantomeno se la difficoltà fosse legata esclusivamente al reperimento delle informazioni e non alla sostanza delle informazioni stesse, se la controparte fosse direttamente la società emittente.

Questa prima riflessione ottiene una pesante conferma quando si passa ad esaminare la disposizione relativa degli *item* sulla scala di misura. Sia le banche, sia gli analisti finanziari posizionano rispettivamente al primo e al secondo posto l'aggiornamento in tempo reale delle informazioni e la facilità di accesso ai dati. Le banche addirittura attribuiscono il quarto posto al *layout* e il sesto alla grafica che erano stati posizionati rispettivamente al settimo e all'ottavo posto quando la classificazione era riferita ai siti delle società emittenti. Il contenuto informativo del sito dei fornitori di *news* è sicuramente fondamentale, ma prima di tutto questi soggetti devono rendere i loro report accattivanti in quanto tempestivi, semplici da consultare e anche ben costruiti sotto il mero profilo estetico. L'utente ha la possibilità di accedere ai siti di più fornitori di *news*, si considera alla stregua di un cliente, e in quanto tale, sceglie chi è in grado di rendere più fruibile il dato.

Con riferimento al contenuto informativo, invece, rimane importante la possibilità di ottenere il *download* di documenti ufficiali, che per entrambi i gruppi si posiziona al terzo posto, nonché il *download* di informazioni di tipo non finanziario sull'intera gestione dell'azienda, che le banche classificano al quinto posto, dopo il *layout*, e gli analisti al quarto. La possibilità di interagire con i gestori dei siti che forniscono *news* resta rilevante per gli analisti finanziari, che le riconoscono il quinto posto, mentre è considerata molto meno importante dalle banche, che la collocano all'ottavo posto. La possibilità di ottenere *webcast* di assemblee e di presentazioni societarie è posizionata da entrambi i campioni all'ultimo posto della scala. Infine, il giudizio espresso sulla disponibilità di business model interattivi resta invariato per gli analisti finanziari, mentre si rende più interessante quando deriva da soggetti terzi all'azienda, quali appunto i fornitori di *news*, per le banche, le quali lo collocano al settimo posto quando nella classificazione riferita ai siti delle società emittenti lo giudicavano praticamente ultima caratteristica in ordine di rilevanza.

Come anticipato l'indagine si conclude ponendo agli interlocutori due ulteriori quesiti, per i quali non è stata predisposta alcuna risposta a schema chiuso, sempre finalizzati a comprendere come la domanda di informazioni giudichi l'offerta di informazioni. La scelta di ricorrere ad un differente metodo di

raccolta delle risposte si giustifica in quanto ci si è proposti di ampliare lo spettro delle possibili opzioni in modo induttivo ossia a partire dalla rilevazione libera dei comportamenti e delle percezioni degli intervistati, senza imporre alcuno schema interpretativo della realtà definito deduttivamente *ex ante*.

Con l'ottava domanda si è chiesto di evidenziare ulteriori elementi di criticità riscontrati nell'utilizzo dei siti.

Nelle figure 16 e 17 si evidenziano i risultati raggiunti con riferimento ai due diversi campioni.

Figura 16 - Analisi delle risposte al quesito n. 8

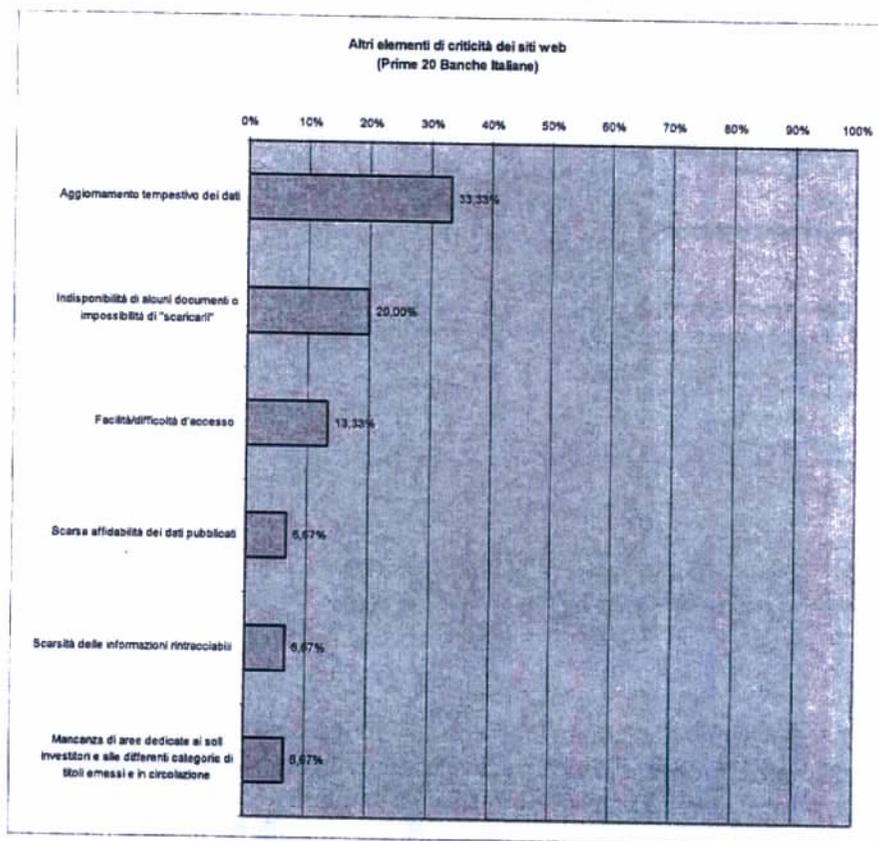
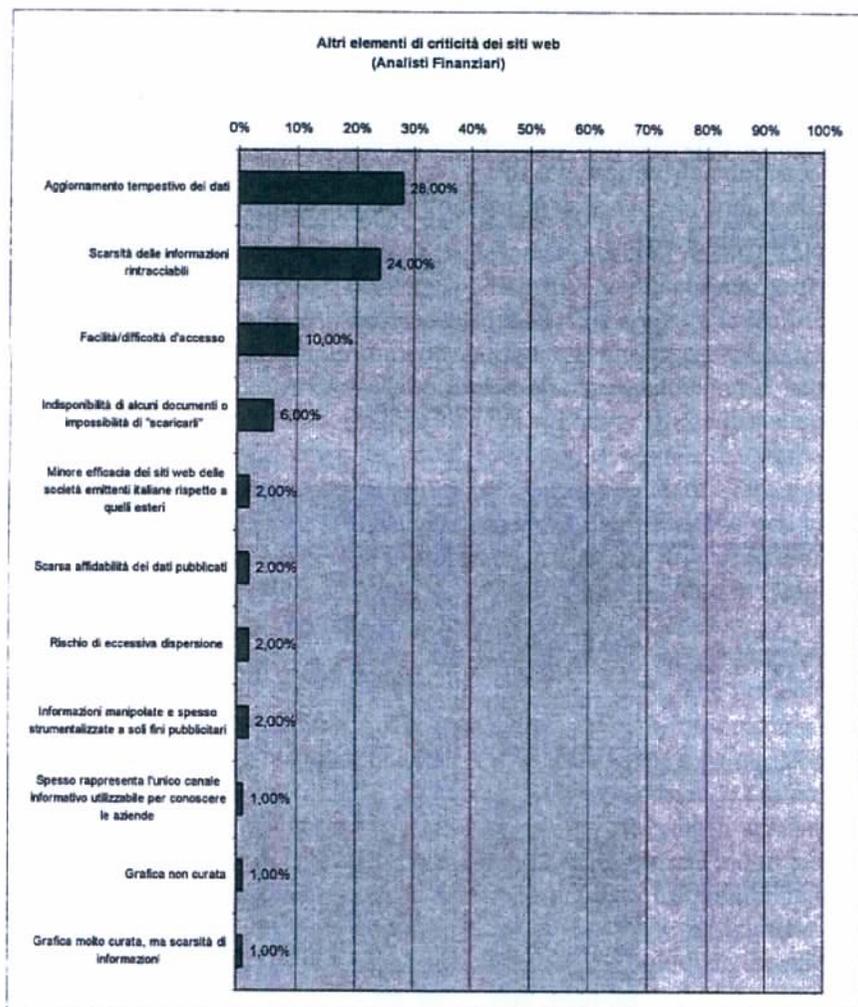


Figura 17 – Analisi delle risposte al quesito n. 8



I rispondenti di entrambi i gruppi non forniscono indicazioni particolarmente nuove e diverse rispetto a quelle rilevate con il metodo più deduttivo delle *multiple choice* precedenti. È ribadita con insistenza, infatti, la necessità dei siti di annoverare quattro caratteristiche già qualificate più volte in questa sede come di primaria importanza: tempestività, facilità di accesso, affidabilità e ricchezza del contenuto informativo.

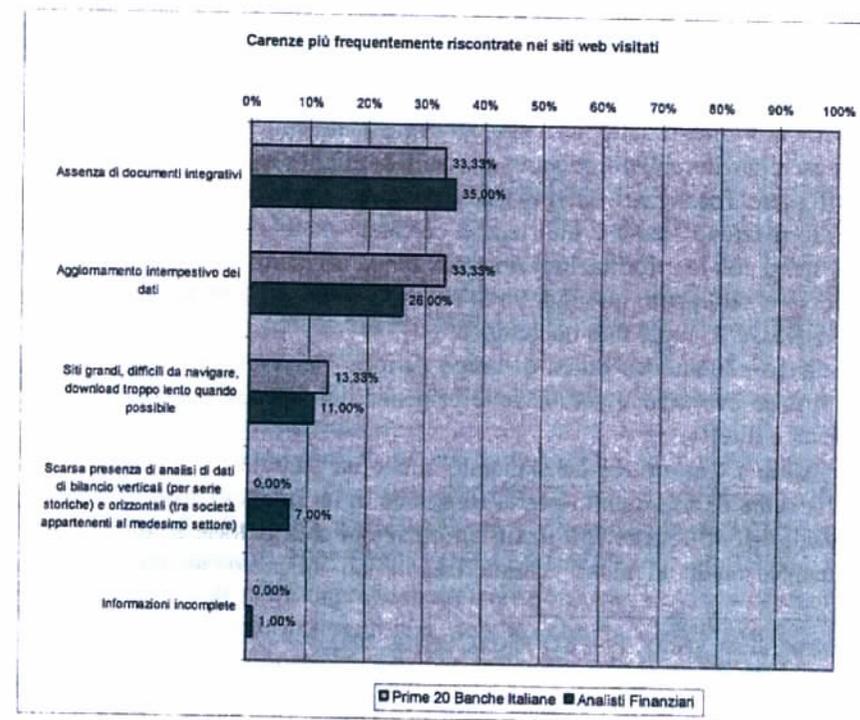
Le banche esprimono il desiderio che i siti siano strutturati con aree interamente ed esclusivamente dedicate agli investitori.

Gli analisti finanziari, facendo riferimento ai siti delle società emittenti, sottolineano da un lato come talvolta si tratti dell'unico canale informativo utilizzabile per entrare in contatto con l'azienda, con ciò evidenziando un aspetto molto positivo dell'utilizzo della comunicazione *online*, dall'altro, come questo canale sia spesso manipolato e strumentalizzato per perseguire esclusivamente finalità di marketing istituzionale. In questo senso è evidenziato anche un uso troppo accurato del *layout* e della grafica del sito, talvolta finalizzati a confondere l'investitore non professionista, in quanto la "bellezza" del luogo virtuale si correla con l'assenza dei dati e delle informazioni economico-finanziarie utili per prendere decisioni di portafoglio.

Infine con la nona domanda si è chiesto di ricordare le carenze più frequentemente riscontrate nei siti *web* visitati.

Nella figura 18 si evidenziano i risultati raggiunti.

Figura 18 – Analisi delle risposte al quesito n. 9



Entrambi i campioni hanno fornito con frequenza paragonabile risposte riconducibili alle medesime categorie logiche.

È estremamente interessante notare che la carenza dei siti *web* più frequentemente rilevata è l'assenza di documenti integrativi rispetto a quelli tradizionali e quindi, *in primis*, rispetto al bilancio di esercizio. Si ricorderà che quando con il quesito 7) si è chiesto di classificare una serie di caratteristiche dei siti *web*, entrambi i gruppi hanno dichiarato di considerare essenziale, attribuendole all'unanimità il terzo posto, la possibilità di effettuare il *download* di documenti da cui risultassero informazioni non finanziarie relative i vari aspetti dell'intera gestione. Gli utilizzatori sono soliti associare grandissimo valore a queste specifiche e differenti tipologie di informazioni, fornite su basi del tutto volontarie dall'azienda emittente. Il ripetersi insistente di questa richiesta in questa sede conferma le riflessioni sopra esposte e richiama i risultati di ricerche svolte negli Stati Uniti⁹ dalla dottrina, ma anche da Organismi Contabili quali l'Aicpa¹⁰ e successivamente il FASB¹¹, nonché dalla dottrina in Italia¹², e che sono state fatte proprie recentemente dal legislatore europeo. Conviene infatti brevemente ricordare che il tema delle informazioni non finanziarie è stato investigato nel tempo dagli Organismi Contabili d'oltre oceano, tra cui per primo il Jenkin's Committee, istituito nel 1991 dall'American Institute of Certified Public Accountants (Aicpa) investito del compito di redigere un rapporto sull'informativa esterna. Il documento di sintesi dell'attività svolta, redatto nel 1994, ha evidenziato come i redattori del bilancio di esercizio avrebbero ottenuto un risultato migliore se:

- si fossero focalizzati sui bisogni di informazione dei soggetti terzi cui l'informazione stessa è indirizzata, cercando modi efficienti per allineare gli stessi con le informazioni rintracciabili in bilancio;
- avessero sviluppato un modello di riferimento per fornire tali informazioni e lo avessero mantenuto nel tempo;
- avessero adottato un'ottica di lungo periodo cercando di comprendere la probabile evoluzione futura delle esigenze dei soggetti terzi cui il documento è diretto.

Il Jenkin's Committee ha elaborato anche un "model of business report" quale schema di riferimento per la redazione di un bilancio articolato e completo, in grado di fornire agli utenti informazioni obbligatorie e volontarie, individuando quali elementi caratterizzanti un bilancio adatto a fornire

9. ZARZESKI, ROBB, SINGLE, 1998 e DI PIAZZA, ECCLES, 2002.

10. AICPA, 1994.

11. FASB, 1996 e AICPA, 2001.

12. Si vedano: RIVA, 2001; SALVIONI, 2003; POZZA, 2004; QUAGLI - TEODORI, 2004.

un'informativa completa: la rendicontazione sia dei rischi sia delle opportunità, onde evitare una informativa asimmetrica; la costruzione di tabelle di confronto tra indici che descrivono la situazione in cui versa attualmente la società e le informazioni di tipo *forward looking* evidenziate in passato; l'indicazione del grado di rischio e di incertezza delle informazioni relative alle prospettive future dell'impresa.

Successivamente, anche il Financial Accounting Standard Board (FASB) si è occupato dell'argomento, dapprima promuovendo il documento dell'Aicpa attraverso la diffusione di un "Invitation to comment. Recommendations of the Aicpa Special Committee on Financial Reporting and the Association for Investment Management and Research"; in seguito provvedendo a pubblicare un documento (redatto da un proprio comitato interno - Steering Committee) che, pur non assurgendo alla valenza di uno standard sull'argomento, si è posto quale utile punto di riferimento per le imprese. Lo *Steering Committee Report* del marzo 2001, intitolato "Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosure", si poneva come obiettivo di fornire un esempio da seguire, un possibile "modello di riferimento specifico per il settore"; e di suggerire alle imprese un metodo per definire esse stesse un proprio modello di *disclosure volontaria*. Il documento in oggetto indicava sei categorie di informazioni non finanziarie:

- 1) Business data;
- 2) Management's analysis of business data;
- 3) Forward-looking information;
- 4) Information about management and shareholders;
- 5) Background about the company;
- 6) Information about intangible assets.

Inoltre il report suggeriva alle aziende un processo logico per (a) identificare le informazioni potenzialmente utili per gli investitori e (b) decidere se la comunicazione delle stesse fosse o meno consigliabile, così da non provocare una perdita di competitività dovuta alla divulgazione su base volontaria di informazioni non finanziarie.

Conviene evidenziare infine che anche in Europa, in data 18 giugno 2003 con l'emanazione della Direttiva 2003/51/CE che modifica le direttive 78/660/CEE (IV direttiva), 83/349/CEE (VII direttiva), 86/635/CEE (già modificate dalla Direttiva 2001/65/CE) nonché 91/674/CEE, relativa ai conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione, per renderle coerenti con i principi contabili internazionali si è stabilito che "gli Stati membri possono prescrivere l'inclusione nella relazione sulla gestione di informazioni non finanziarie, quali ad esempio quelle ambientali e sociali". È di estremo interesse ai fini del presente lavoro evidenziare che anche nel "vecchio continente" e

proprio in occasione della introduzione nell'ordinamento di tutti gli stati membri dei principi contabili internazionali, abbia fatto per la prima volta esplicito ingresso in una norma di legge il concetto di "informazione non finanziaria". E' addirittura una direttiva delle Comunità a sancirne l'importanza inserendo lo stesso come uno dei punti essenziali di cambiamento necessari per rendere coerenti i conti annuali e consolidati ai principi contabili internazionali. Gli ormai più che decennali studi d'oltre oceano sembrano pertanto avere finalmente una loro risonanza ufficiale anche nel vecchio continente. La direttiva CE oltre a riconoscere l'utilità delle informazioni non finanziarie, citandole esplicitamente tra gli elementi essenziali relativamente ai quali ciascuno stato membro è chiamato a focalizzare la propria attenzione, suggerisce anche il luogo in cui le stesse dovrebbero trovare collocazione. Non si tratta di un apposito allegato, come talvolta suggerito dalla prassi¹³ e dalla dottrina, ma della relazione sulla gestione¹⁴. E' senz'altro di interesse ricordare che in Italia la stessa legislazione civilistica richiede di descrivere nella relazione sulla gestione redatta dagli amministratori "... la situazione della società, l'andamento della gestione ... e il prevedibile andamento della gestione"¹⁵ con ciò richiedendo nei fatti una disclosure aggiuntiva fornita dall'azienda in modo più o meno ricco sulla base di considerazioni del tutto volontaristiche.

7.4 Osservazioni di sintesi

L'analisi sin qui svolta consente di enucleare una serie di importanti considerazioni in merito al tema trattato.

Innanzitutto è d'obbligo rilevare il forte interesse nutrito verso l'argomento da parte di entrambi i campioni considerati; tale dato è testimoniato sia dall'entusiasmo, dalla celerità e dalla esaustività con cui i soggetti interpellati hanno collaborato all'indagine, sia dalla notevole importanza attribuita, da entrambe le popolazioni oggetto di analisi, alla diffusione di notizie finanziarie e non finanziarie tramite *web* (domanda 3).

Corollario di questa asserzione è il dato emerso a riguardo della frequenza di accesso al *web* al fine di soddisfare la domanda di informazione. Risulta infatti una consultazione pressoché quotidiana dei siti che forniscono *news* finanziarie e quantomeno settimanale dei siti delle società emittenti (domanda 2). Come già esposto in precedenza, è possibile interpretare questo risultato

alla luce delle differenti esigenze informative soddisfatte. I siti di *news* finanziarie (Bloomberg, Reuters, Yahoo Finance) consentono al fruitore di avere in tempo reale uno sguardo di insieme ed ottenere informazioni di carattere generale. Dopo aver rilevato eventuali variazioni in merito a singole e specifiche realtà, la consultazione dei siti delle società emittenti consente di approfondire studi e ricerche, al punto che tale ultima categoria di siti è comunemente considerata quella di maggior impatto nell'ambito dell'attività lavorativa (domanda 1).

I siti *web* delle società emittenti risultano, infatti, la fonte più sicura cui attingere informazioni inerenti ai bilanci, documenti finanziari vari e presentazioni societarie; al contrario, i siti di *news* finanziarie risultano i più consultati onde ricavare indicazioni in merito alle variazioni dei trend di borsa dei prezzi dei titoli delle società (domanda 4).

La disponibilità di tali informazioni è stata, inoltre, attentamente valutata dal campione analizzato. Dalle risposte rese si evince, infatti, come la possibilità di *download* di documenti ufficiali, l'aggiornamento in tempo reale e la disponibilità di informazioni, anche non finanziarie, sull'intera gestione siano le tre caratteristiche considerate di maggior rilevanza all'interno dei siti; benché banche ed analisti finanziari abbiano assegnato ordini di preferenza diversi al variare della tipologia di sito – di società emittente o di *news* finanziarie (domanda 7). Non stupisce, quindi, notare come l'assenza di documenti integrativi e di tempestivo aggiornamento di taluni siti siano le carenze maggiormente avvertite e giudicate più gravi laddove riscontrate (domanda 9).

Ad un livello di analisi più generale, comunque, l'aspetto di maggior criticità, così come evidenziato da entrambe le popolazioni investigate, insiste nell'aggiornamento costante e tempestivo delle notizie e dei dati resi disponibili in rete (domanda 8) e dalla facilità di accesso e navigazione dei siti; tale ultima caratteristica è in ogni caso ampiamente e comunemente verificata da entrambi i campioni e per entrambe le categorie di siti (domanda 5).

Infine, si vuole concludere riportando il giudizio più che soddisfacente espresso dagli utenti informativi a favore dell'efficacia e dell'efficienza dei siti *web*, sia di società emittenti che di *news* finanziarie, con un plauso all'affidabilità delle notizie riportate dai primi ed alla tempestività dell'aggiornamento dei secondi (domanda 6).

13. Si pensi ad esempio al modello dello "Skandia Navigator" oggetto di studio in questo capitolo e rappresentato in specifici allegati al bilancio della società di assicurazione norvegese.

14. RIVA, 2001.

15. Art. 2428 c.c., c. 1) e c. 2), n. 6).

Finito di stampare nel mese di dicembre 2006
nella E.S.T. Stampa Digitale Torino - Via Forlì, 56